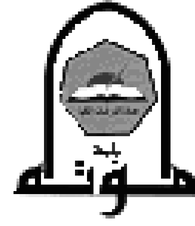


جامعة مؤته
عمادة الدراسات العليا

أثر توزيع الأرباح على أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق عمان المالي خلال الفترة(1984-2011)

إعداد الطالبة
زينه فايز العمارين

إشراف
الدكتور سعود الطيب

رسالـــة مقـــدمة إلـــى عـمادة الدراسات العليا
استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجـة الماجستيـر
في كلية إدارة الأعمال قسم اقتصاديات المال والأعمال

جامعة مؤتة، 2013

الإهداء

إلى من كلله الله سبحانه بالهيبة والوقار

من علمني العطاء بدون انتظار

من احمل اسمه بكل عزة وافتخار .... إلى والدي العزيز.

إلى ملاكي في الحياة

من تتسابق الكلمات لتخرج معبرة عن مكنون ذاتها

وعلمتني وعانت الصعاب لأصل إلى ما أنا عليه اليوم

من عندما تكسوني الهموم أسبح في بحر حنانها ليخفف عني آلامي

إلى .... والدتي العزيزة

إلى من بهم اكبر وعليهم اعتمد

إلى شمعات متقدة تنير ظلمة حياتي

من بوجودهم اكتسب قوة و محبة لا حدود لها

وعرفت معهم معنى الحياة .... إخوتي الأعزاء.

زينه فايز العمارين

الشكر والتقدير

"قائلين نشكرك أيها الرب الإله القادر على كل شيء.. الكائن والذي كان والذي يأتي"

فشكراً على عطيته التي لا يعبر عنها

في البداية يطيب لي أن أتقدم بجزيل الشكر والعرفان والتقدير إلى لمن يعجـز القلم عن شكره وللسان عن إيفاءه حقه، من شرفني ربي بأن أتتلمذ على يديه وأنهل من بحر علمه المعطاء، إلى كريم الخلق والأخلاق أستاذي ومعلمي الفاضل الدكتور سعود موسى الطيب حفظه ا ورعاه.

وأود أن أتقدم بالشكر الخاص إلى أعضاء لجنة المناقشة المحتـرمين الاسـتاذ الدكتور بشير عبدالرزاق والاستاذ الدكتور خالد الزعبي والاستاذ الـدكتور أحمـد الملاوي لقبولهم مناقشة اطروحتي بكل صدر رحب فلهم أوجه كل التقدير والامتنان وأنحني عرفاناً لتوجيهاتهم.

ولا يفوتني أن أتقدم بجزيل الشكر والتقدير إلى الـدكتور راضـي العـضايلة والزميل حذيفة القرالة على الوقت والجهد الذي منحوه لي بالرغم من ضيق وقـتهم واللذين كانوا عوناً لي في هذا البحث فلهم مني كل الشكر والاحترام.

زينة فايز العمارين

فهرس المحتويات

قائمة الجداول

قائمة الأشكال

الملخص

أثر توزيع الأرباح على أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق عمان المالي خلال الفترة(1984-2011)

زينه فايز العمارين

جامعة مؤتة، 2013

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة أثر توزيع الأرباح على أسعار الأسهم في الشركات المدرجة في سوق عمان المالي خلال الفترة (1984-2011) واستخدمت الدراسة المنهج الوصفي التحليلي والكمي القياسي، وقامت الباحثة بدراسة أثر توزيع الأرباح على أسعار الأسهم باستخدام التكامل المشترك، كما تم تطبيق اختبار السببية واختبار تحليل مكونات التباين وكذلك اختبار دالة الاستجابة لردة الفعل لتحقيق أهدافها.

توصلت الدراسة على المدى البعيد فقد كانت جميع المتغيرات تؤثر بشكل ايجابي على توزيع الأرباح في الشركات المدرجة في سوق عمان المالي، ولذلك أوصت الدراسة بضرورة قيام الشركات بانتهاج سياسة توزيع الأرباح المثلى بما يتلاءم وظروفها وتعظيم قيمتها ويتوافق مع طموحات المستثمرين، ومن ناحية أخرى لما لهذه السياسيات من دور كبير في جذب الجمهور للاكتتاب باسهم الشركة فضلاً عن كون هذه السياسات تعد مؤشراً لكفاءة الإدارة ونجاح الشركة.

Abstract

The Impact of Profit Distribution on Stock Prices in Firms listed in Amman Stock Exchange Through the Period (1984 - 2011)

Zina Fayez Al-Amarin

Mu'tah University, 2013

The current study aimed to investigate the effect of profit distribution on stock prices in firms listed in Amman financial Market through the period 1984-2011.The study followed the analytic descriptive approach, quantitative and standard approaches.

The researcher investigated the effect of profit distribution on stock prices using co integration. Causation test and variance decomposition analyzing test and response function for reaction test to achieve the goals of the study.

On the long term, the whole variables affect positively on profit distribution in firms listed in Amman financial market, so the study recommended that it is necessary for firms to adopt the best profit distribution policy based on their conditions and the desires of investors as these policies have a great role in attracting investors toward purchasing stocks in the firm, in addition, these policies are regarded as indicator to the competency of administration and success within the firm.

الفصل الأول

خلفيّة الدراسة وأهميتها

1. 1 المقدمة :

تلعب الأسواق المالية دورا محوريا هاما، فهي تمثـل نقطـة الاتـصال بـين المستثمرين والشركات من خلال حشد المدخرات وتحويلها إلى استثمارات تسهم في التنمية الاقتصادية للدول وبالتالي توفر قاعدة صلبة للاقتصاد الـوطني (الزعبـي، 2000). ويعتبر الاستثمار بالأسهم العادية أحد أنواع الاستثمار بالأوراق المالية وقد تبلورت مفاهيمه الأساسية نتيجة لتطور و نضوج الأسواق المالية.

وحيث إن الواقع العملي يشير إلى أن المستثمرين ينقسمون إلى نوعين النوع الأول هم الذين يتمتعون بفوائض مالية يمكن التصرف فيها كمخزون للقيمة وتعظيم الثروة عن طريق تراكم الأرباح المحتجزة ولا يعيرون الأرباح الموزعة أي اهتمام، أما النوع الثاني فيمثل الاستثمار الفعلي عندهم هو العائد الموزع الذي يعد دخل دوري مهم للاعتماد عليه في حياتهم (الزبيدي، 2001) فقد سعى العديد من الباحثين إلى التعمق في دراسة أثر التدفقات النقدية ممثلة في الأرباح الموزعة على سلوك المستثمر من خلال دراسة علاقة العوائد السوقية للأسهم بالأرباح المحاسبية التي تمثل تقديرا للواقع الاقتصادي للشركة (الدبعي وأبو نصار، 2000).

ومن هنا نجد أن الأسواق المالية تعطي أهمية كبرى لإعداد المعلومات المالية ممثلة في التقارير المالية المصدرة من قبل الشركة المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية حيث تقوم بتوفير المعلومات الأساسية التي يعتمد عليها المستثمر في تحديد أسعار الأسهم على أساس سليم (أبو حشيش، 2003).

بدأ إنشاء الشركات المساهمة العامة في الأردن والتداول بأسهم هذه الشركات منذ فترة طويلة سبقت إنشاء سوق الأوراق المالية الأردنية، فقد بدأ الجمهور الأردني الاكتتاب بالأسهم والتعامل بها منذ أوائل الثلاثينات، حيث تم تأسيس البنك العربي عام 1930 كأول شركة مساهمة عامة في الأردن وشركة التبغ والسجاير الأردنية عام 1931 وشركة الكهرباء الأردنية عام 1938 وشركة مصانع الإسمنت

الأردنية عام 1951. ويعتبر السوق المالي متقدم ومتميز تشريعيا وتقنيا على المستوى الإقليمي والعالمي ومرتقيا إلى أحدث المعايير العالمية في مجال الأسواق المالية مما يوفر بيئة جاذبة إلى الاستثمار.

1 .2 أهمية الدراسة :

تنبع أهمية الدراسة من أهمية الأسواق المالية والتي تمثل فرصة استثمارية ممتازة وعامل جذب هام لرؤوس الأموال المحلية والأجنبية في أي دولة. وفي ظل تطلعات المستثمرين لتحقيق الأرباح، يبرز الدور الهام لقرار توزيع الأرباح حيث تعتبر الأرباح الموزعة من أهم العوامل المؤثرة في جذب الاستثمارات من جهة، ومن جهة أخرى يجب على الشركة الموازنة بين الأرباح الموزعة والأرباح المحتجزة لزيادة القيمة السوقية للشركة، ولذلك حاولت هذه الدراسة معرفة أثر توزيع الأرباح على أسعار اسهم الشركات المدرجة في سوق عمان المالي.

1 . 3 أهداف الدراسة:

تهدف هذه الدراسة إلى:

1- استعراض توزيع الأرباح على أسعار الأسهم خلال الفترة 1984-2011.
2- بيان أثر عائد السهم على سعر السهم السوقي للشركات في سوق عمان المالي.
3- بيان أثر الأرباح الموزعة على سعر السهم السوقي للشركات المدرجة في سوق عمان المالي.

1 . 4 فرضيات الدراسة:

ستقوم الدراسة باختبار الفرضيات التالية:

1- توجد علاقة ايجابية وذات دلالة إحصائية بمستوى دلالة 5% بين عائد السهم وسعر السهم السوقي في شركات المدرجة في سوق عمان المالي.
2- توجد علاقة ايجابية ذات دلالة إحصائية بمستوى دلالة 5% بين الأرباح الموزعة وسعر السهم السوقي في الشركات المدرجة في سوق عمان المالي.

3- توجد علاقة ايجابية ذات دلالة إحصائية بمستوى دلالة 5% بين حجم التـداول وسعر السهم السوقي في الشركات المدرجة في سوق عمان المالي.

1 . 5 مشكلة الدراسة:

يعتبر قرار توزيع الأرباح من القرارات الصعبة والهامة التي تتخذها الإدارة في الشركة، لما لهذا القرار من أثر مباشر على المستثمر والشركة، حيث إن الهدف الأساسي لأي مستثمر هو تحقيق الأرباح، وكثير من المستثمرين يسعون إلى تحقيق أرباح جارية تكون ناتجة عن عملية التوزيع، كما أن على الإدارة أن توازن بين الأرباح الموزعة والأرباح المحتجزة، خاصة في الشركات الجديدة والنامية التي تكون بحاجة إلى التمويل، ولم تتوفر أي دراسة محلية حول هذا الموضوع رغم تعددها إقليميا وعالمياً، فظهرت مشكلة الدراسة يمكن إيجازها بالإجابة عن:

ما أثر توزيع الأرباح على سعر سهم السوقي في الشركات المدرجة في سوق عمان المالي؟

1 . 6 منهجية البحث:

لتحقيق أهداف الدراسة تم الاستعانة بالمنهج الوصفي التحليلي بهدف استعراض كيفية توزيع الأرباح على أسعار الأسهم .

واعتمدت الدراسة على الأسلوب الكمي القياسي باستخدام الـسلاسل الزمنيـة (Time series)، ونظراً لأن معظم السلاسل الزمنية تحوي جذر الوحدة، أي أنّهـا غير ساكنة، وذلك بسبب وجود عامل الاتجاه (Trend) الذي يعكس ظروفـا معينـة تؤثر على جميع المتغيرات فتجعلها تتغير بنفس الاتجاه على الرغم من عدم وجـود علاقة حقيقية تربط بينها. فإن إتباع الأساليب التقليدية في التقدير سيؤدي إلى نتـائج متحيزة، وبالتالي يكون التقدير زائفا (Koop, 2005)، ونموذج التكامـل المـشترك (Co-Integration) والذي يعد من النماذج القياسية الحديثة لدراسة العلاقـات بـين المتغيرات الاقتصادية الكلية). ويقدم هذا النموذج مقدرات تتصف بالكفاءة حتى فـي حالة وجود ارتباط بين البواقي (عطيه، 2005).

كما تم تطبيق عدد من الاختبارات الضرورية والموضحة في الجدول رقم (1)

الجدول رقم(1)

الاختبارات المستخدمة

قائمة الاختبارات الإحصائية المستخدمة			
اختبار السببية	5	اختبار جذر الوحدة	1
اختبار تحليل مكونات التباين	6	اختبار الاستقرارية	2
اختبار دالة الاستجابة لرد الفعل	7	اختباري فترات التباطؤ والاستثناء على فترات التباطؤ	3
		اختبار التكامل المشترك	4

وتنقسم الدراسة إلى أربعة فصول؛ يوضح الفصل الأول مشكلة الدراسة وأهميتها وفرضياتها والمنهجية المتبعة. ويناقش الفصل الثاني الإطار النظري العوامل المؤثرة على سعر السهم السوقي بالإضافة للدراسات السابقة، وخُصص الفصل الثالث لاستعراض سوق عمان المالي وتطوراته، وفي الفصل الرابع سيتم عرض النتائج الإحصائية التي تم الحصول عليها، ويناقش أهم النتائج وأبرز ما توصي به الدراسة.

الفصل الثاني
الإطار النظري والدراسات السابقة

2. 1 مقدمة:

تؤدي أسواق الأوراق المالية دوراً بارزاً ومهماً في تحويل الموارد المالية من وحدات الفائض إلى وحدات العجز فهي تمثل فرص استثمارية ممتازة وعامل هام في جذب رؤوس الأموال الأجنبية والمحلية. تهدف البورصات إلى تأمين السيولة وتجميع المدخرات للإسهام الإنتاجي أو في إضافة وحدات إنتاجية جديدة. وعن طريق الأسواق المالية تتمكن الدولة من سد احتياجاتها المالية اللازمة للقيام بأعبائها المتزايدة ولتمويل أهداف التنمية وذلك بإصدار السندات طويلة الأجل، وتعتبر البورصات والتي يتم فيها تداول الأوراق المالية، السوق المثالي الذي تتحقق فيه المنافسة الحرة وتحدد فيه الأسعار وفقاً لقانون العرض والطلب.

وتعتبر الأسهم والسندات من أهم الأدوات المالية للشركات لممارسة نشاطها داخل البورصة. حيث تعتبر الأسهم والسندات من أهم الأدوات المالية التي تمكن الشركات المدرجة في البورصة من ممارسة نشاطها داخل البورصة (العمري، 2008).

1.1.2 الأسواق المالية:

يمكن النظر على الأسواق المالية على "أنها نقطة اتصال مباشرة بين الأفـراد والمؤسسات من خلال حشد المدخرات وتحويلها إلى استثمارات تساهم في التنميـة الاقتصادية للدولة، وبخاصة إذا كانت المنشآت لا تملك التمويل الكـاف مـن أجـل إنجاز مشاريعها. وبالتالي، فإن فكرة إنشاء الأسواق المالية كانت وليدة الحاجة إلـى وجود مكان متخصص يتم فيه ومن خلاله عملية بيع و شراء الأوراق المالية التـي كانت قد أنشئت نتيجة للتطورات الاقتصادية والمالية" (العمري، 2008).

2.1.2 أهمية الأسواق المالية

تأتي أهمية الأسواق المالية من الدور الرئيس الذي يلعبه في الموازنة بين وحدات الفائض ووحدات العجز أو القطاعات المدخرة التي ترغب في استثمار أموالها والقطاعات التي بحاجة على تلك الأموال أو الموارد. كما تساعد في جذب رؤوس أموال أجنبية وفي تمويل المشاريع الكبيرة وخاصة الحكومية بطرح أسهم وسندات المشاريع في الأسواق المالية للاكتتاب بها، كذلك تعتبر وسيطاً جيداً في تغطية الفجوة التي يعاني منها كثير من القطاعات والمستثمرين المتمثلة في عدم مقدرة البنوك التجارية على منح الائتمان متوسط وطويل الأجل، بالإضافة إلى أنها تلعب دوراً هاماً في تشجيع صغار المدخرين أو المستثمرين على استثمار أموالهم في عملية تداول الأوراق المالية بيعا و شراء مما له اثراً هاماً في تنمية ثرواتهم (الزيدانين، 1999).

3.1.2 شروط تكوين السوق المالي

هناك عدة شروط يجب توافرها لتكوين السوق المالية يذكر منها (الجمل، 2002):

1- زيادة عدد المؤسسات المالية الموجودة في الدولة: إن تشجيع السوق المالي يقتضي تشجيع الادخار في القطاع الخاص والتي تتحول إلى عمليات استثمارية منتجة والتي يمكن أن تتم بدون توفير المؤسسات المالية داخل الدولة، ويتطلب من هذه المؤسسات تحسين ورفع مستوى الخدمات المصرفية، ورفع أسعار الفائدة، وتحسين الشكل الخارجي للجهاز المصرفي وزيادة عدد فروعه.
2- تحويل المدخرات إلى استثمارات: وهناك عدة طرق اتبعت لهذا الغرض منها اقتطاعات إجبارية من الموظفين مقابل منحهم أسهم في شركات قوية، وتخصيص أيام خاصة بالجمهور لزيارة البورصات.
3- إنشاء بورصات للأوراق المالية: وأهم مهامها تحويل الأموال المدخرة إلى أموال مستثمرة في مشروعات قائمة أو في دور التكوين، وتحويل الاستثمارات طويلة الأجل إلى أصول سائلة عند الحاجة.

4- ضرورة الاهتمام بالتنسيق بين الأنظمة والقوانين المالية المعمـول بهـا فـي الدول الأعضاء في السوق المشتركة: ومن الملاحظ وجود اتفاقيتين ضريبيتين على نطاق الدول العربية هما اتفاقية تجنب الازدواجية الضريبية ومنع التهرب من الضرائب، واتفاقية التعاون لتحصيل الضرائب.

5- الاهتمام بوسائل الإعلام ومراقبتها: ففي حالة نـشر بيانـات عـن الخطـة الاقتصادية للدولة يستطيع كلا من القطاع الخاص وصغار المستثمرين معرفة الشركات التي يمكن المشاركة فيها وتمويلها بدلاً من المجهودات التي تبـذلها الخزينة العامة لتمويل النقد اللازم لها .

6- وجود حد أدنى من الاستقرار السياسي داخل الدولة وعدم وجود رقابة علـى النقد: فيجب على الدولة المضيفة أن توفر للمستثمرين وخاصة الأجانب بعض التسهيلات في تحويل صافي أرباحهم إلى الخارج وتحويل رأس المال الأجنبي عند نهاية الاستثمار إلى بلده.

4.1.2 مقومات إنشاء ونجاح الأسواق المالية

طبقاً لمفهوم السوق المالية يمكن التمييز بين نوعين من المقومات لإنشاء الأسواق المالية (التميمي وسلام، 2004):

أولاً: مقومات أساسية وتكمن في توفير:

1- مناخ ملائم للاستثمار قائم على عنصري الثقة والتنظيم.

2- فلسفة اقتصادية واضحة، تسمح لرأس المال الخـاص بتكـوين الـشركات المساهمة.

3- تنوع أدوات الاستثمار، وهي سلعة سوق المال، فالتنوع بالأدوات يعني تعدد الخيارات أمام المدخرات.

4- مؤسسات مالية ومصرفية متنوعة ومتعددة قادرة على خلق الفرصة وتجميع المخاطر وتقليلها.

5- حجم مناسب من المدخرات القابلة للتحويل إلى استثمارات مختلفـة الآجـال التي يقوم السوق بتحفيزها .

ثانياً: مقومات مساندة:

1- أنظمة اتصال فعالة ومتطورة وكفؤة لتوفير المعلومات الدقيقة والموثوق بها حول حركة الأسعار .

2- أنظمة كفؤة للإفصاح المعلوماتي والمالي عن واقع الشركات والسوق وتحليل نشاط الاقتصاد.

3- تشريعات تضفي صفة المنافسة الكاملة ومنح الاحتكار، لتفعيل السوق كأرضية للعرض والطلب .

4- هيكل مؤسسي منظم، يعبر عنه بجهاز إداري متكامل تحكمه هيئة أو لجنة بشرط الحياد والخبرة.

5- تشريعات وأحكام تحمي المستثمرين من الغش والتلاعب وتحديد التصرفات التي تعزز من ثقة الجمهور بنظام السوق وهيئته.

2.2 تقسيم الأسواق المالية:

إن أسواق المال تنقسم إلى أسواق رأس المال وأسواق النقد وبالنسبة لأسواق رأس المال فتنقسم بدورها إلى أسواق حاضرة أو فورية. وهي تلك الأسواق التي تتعامل بأوراق مالية طويلة الأجل (الأسهم والسندات) يتم تسليمها أو تسلمها فور إتمام تحديد السعر والاتفاق عليه. وتشتمل تلك الأسواق على أسواق رأس المال المنظمة أي البورصات. كما تشتمل على أسواق رأس المال غير المنظمة التي تتداول فيها الأوراق المالية من خلال بيوت السمسرة والمصارف التجارية... وما شابه ذلك. إلى جانب أسواق أخرى احتكارية تتمثل في الأوراق الحكومية طويلة الأجل.

والقسم الآخر من أسواق رأس المال هو أسواق العقود المستقبلية، وهي الأسواق التي تتعامل بها أيضاً بالأسهم والسندات وغيرها ولكن من خلال عقد اتفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق. والمقصود بها أسواق الخيارات وأسواق التعامل الآجل وأسواق المستقبليات.

وأما القسم الأخير من أسواق رأس المال، فهو أسواق النقد ويقصد بها الأسواق التي تتداول فيها الأوراق المالية قصيرة الأجل من خلال السماسرة والمصارف التجارية ومن خلال البنك المركزي وذلك بالنسبة للأوراق المالية قصيرة الأجل التي تصدرها الحكومة (العمري،2008).

3.2 العوامل المؤثرة على سعر السهم السوقي:

تعتبر دراسة حركة أسعار الاوراق المالية أمراً مهماً في عالم المال والاستثمار، وقد حاول العديد من الباحثين ومنذ القرن الماضي وصف العوامل التي تقف وراء تغيرات أسعار الأوراق المالية ومحاولة دراستها للاستفادة منها في معرفة تأثيرها على هذه الأسعار. ويتم في هذا الفصل دراسة ما يلي:

1.3.2 عوائد الأسهم العادية والظواهر المرتبطة بها

أولاً: عائد الأسهم:

يعتبر العائد مؤشر أساسي للاستثمار بالأسهم العادية كمقياس لترتيبها والمفاضلة فيما بينها وتوقيت هذا العائد يخضع لسياسة الشركة في التوزيع وطبيعة التشريعات في البلد المعني (التميمي، سلام، 2004).

ثانياً: الظواهر المرتبطة بالأسهم العادية:

هناك ظواهر مرتبطة بالأسهم العادية وسيتم استعراض بعضها (التميمي، سلام،2004):

1- ظاهرة تجزئة الأسهم: ويقصد بها تجزئة السهم الواحد إلى سهمين أو أكثر، وهناك دوافع للتجزئة وهي:

أ- تشجيع التداول: حيث إن التجزئة تعمل على تخفيض القيمة السوقية للسهم مما يتيح الفرصة لصغار المستثمرين في شراءه.

ب- توحيد القيمة الأسمية: خاصة عند الإصدار خلال حياة المشروع بقيم اسمية تختلف عن الإصدار في بداية حياة المشروع.

2- ظاهرة تجميع الأسهم: وهي ظاهرة نادرة جداً ولا تحدث بشكل متكرر وهي عكس ظاهرة تجزئة الأسهم وأسبابها ما يلي:

أ- حصر التصويت في عدد معين من الأسهم في الهيئة العامة.

ب- التأثير على سمعة الشركة بارتفاع قيمة أسهمها السوقية بسبب تجميع الأسهم.

3- ظاهرة أسهم الخزينة: تتضمن قيام الشركة المساهمة بشراء أسهمها من السوق رغبة منها في تخفيض رأس مالها، وبذلك يحرر الشركة من التزام توزيع أرباح عن الأسهم المشتراة. هذا بجانب زيادة الطلب على أسهمها، وارتفاع أسعارها.

4- ظاهرة الأسهم المجانية: ترتبط بتوزيعات الأرباح على شكل أسهم مجانية بدلاً من مبالغ نقدية في حالات رسملة الاحتياطيات والأرباح المحتجزة، أي تحويلها لرأس المال، وذلك عندما تكون الاحتياطيات والأرباح مساوية لرأس المال، وذلك لزيادة رأس المال والاستفادة من السيولة النقدية.

2.3.2 العوامل المؤثرة على سعر السهم للشركات المساهمة المدرجة:

توجد مجموعة من العوامل التي تؤثر على سعر السهم في الشركات وهذه العوامل تتفاوت قوة تأثيرها من عامل إلى آخر، ومن أهم هذه العوامل ما يلي:

1- القيمة الدفترية:

هو مصطلح محاسبي يطلق على رصيد حساب الأصل أو الالتزام في قائمـة المركز المالي لأي كيان اقتصادي سواء كان فردا أو شركة أو حكومـة. وتعتمـد طريقة حساب هذه القيمة على السياسة المحاسبية المتبعـة فـي تقييـد الأصـل أو الالتزام، فإما تكون مساوية لقيمته الواقعية (كالنقد والودائع البنكية) أو قيمته السوقية أو قيمة شراءه ناقصاً مجموع الإهلاك أو قيمته التقديرية (الذهبي،1997).

2- الأرباح المحققة:

يعتبر ربح الشركة من المحددات الأساسية لسعر السهم، لذلك ينصح المحلل المالي بشراء الأسهم التي يتوقع زيادة أرباحها كما ينصح ببيع الأسهم التي يتوقع اتجاه أرباحها إلى الانخفاض، ومع هذا فقد يتضح في الأجل القصير عدم وجود

ارتباط بين أسعار الأسهم والربح، فقد تتجه الأسعار في اتجاه عكسي للربح أو قد تتزايد بنسبة صغيرة بالمقارنة بنسبة الزيادة في الربح. ويمكن تفسير هذه التحركات من خلال نظرية الثقة حيث يتضح أن سعر السهم يتوقف على درجة ثقة التاجر والمستثمر في الأوراق المالية أكثر من الاعتماد على الربح، أي أن درجة الثقة أو عدم الثقة في السهم تدفع السعر إلى الزيادة أو الانخفاض بصرف النظر عن السعر (حنفي، 2003).

3- توزيعات الأرباح:

إن تحقق الأرباح في الشركات المساهمة العامة يكون بزيادة مجموع الإيرادات خلال السنة المالية عن مجموع المصاريف والاستهلاكات خلال نفس الـسنة، لكـن وجود الأرباح في حسابات الشركة لا يعني بالضرورة أن هذه الأرباح موجودة في شكل نقد جاهز للتوزيع أو التصرف به حيث إن الشركات عادة ما تحتفظ بكمية قليلة على شكل سائل على اعتبار أن النقد بحد ذاته غير منتج ومن غير صالح الـشركة أن تجمد أموالها في موجودات غير منتجة (نمر،1997).

4- الموقف المالي للشركة ومدى قوته:

يعتبر تحليل المركز المالي للشركة نقطة الانطلاق لتحليل الظروف التي يحتمل أن تواجهها الشركة في المستقبل، أما أدوات التحليل التي يمكن أن يعتمد عليها المستثمر فتتمثل بالقوائم المالية المقارنة، وقائمة الموارد والاستخدامات، والنسب المالية، والنموذج التشخيصي لتحليل الربحية، ثم تحليل المخاطر. ويجب الانتباه إلى أن نتائج تحليل قوائم المركز المالي ينبغي أن تؤخذ بحذر، لأسباب كثيرة من أهمها: تباين الإجراءات المحاسبية التي يمكن إتباعها عند إعداد القوائم المالية التي تمثل الأساس لهذا التحليل، وان البيانات التي تتضمنها تلك القوائم هي بيانات تاريخية في حين أن التاريخ لا يعيد نفسه.

ولكن يختلف معه (الدبعي وابو نصار، 2001) حيث يريا أن أهمية القوائم المالية تنبع من أنها تساعد المستثمرين والمقرضين في اتخاذ قرارات اقتصادية أفضل، فلقد اثبت الباحثون أن الأرقام المحاسبية لها مضمون معلوماتي، سواء كانت أرقام أرباح (الربح قبل الضرائب، والربح بعد الضرائب، والربح الموزع، والربح

المحتجز) أو أرقام محاسبية عدا أرقام الأرباح (مثلاً: هيكل التمويل، ونسب السيولة، ومعدلات دوران البضاعة، والمدينون، وأوراق القبض).

5- توقعات المستثمرين والمحللين الماليين حول مستقبل الشركة:

لتقدير القيمة الحقيقية التي ينبغي أن يكون عليها سعر الـسهم، يجـب علـى المستثمرين والمحللين الماليين تقدير الربحية المستقبلة للسهم، وذلك بأن يمهد لـذلك بإجراء تحليل تفصيلي لمعدل العائد على حقوق الملكية كمحدد رئيسي لمعدل نمـو ربحية السهم، كما يجب تحليل الربحية الحالية للسهم تمهيداً لقيامه بتقدير قيمتها فـي المستقبل. وببلوغ التحليل هذه المرحلة يمكن تقدير القيمة الحقيقيـة للـسهم. أي أن تحديد القيمة الحقيقية للسهم هي الهدف الذي يرمي إليه التحليل الأساسي، وهي أيضاً حجر الزاوية في اتخاذ القرار الاستثماري (هندي أ ، 1997).

6- الأوضاع الاقتصادية:

إن الحالـة الاقتصادية للدولة تتأثر بمتغيرات من داخـل الدولة ذاتها، ومـن بين الأحداث الداخليـة درجـة النمو الاقتصادي فـي الدولة، ومستوى التـضخم، واتجاه أسعار الفائدة، والدورات الاقتصادية، ونسبة البطالة، وغير ذلك من أحـداث (هندي أ، 1997).

7- الشائعات في كثير من الأسواق المالية خاصة في دول العالم الثالث:

وتنتشر هذه الظاهرة في ظل الأسواق المالية للدول النامية بكثرة حيث ينتشر ما يعرف باحتكار المعلومات، وفي ظل غياب كل من القوانين والأنظمة واللوائح المنظمة للسوق من ناحية، والوعي الاستثماري لدى المستثمرين من ناحية أخرى، وعدم وجود منافسة كاملة في السوق المالي، وكثرة حدوث حركات مفاجئة غير مبررة في أسعار الأوراق المالية.

8- مدى أو مستوى الاستقرار السياسي:

والمقصود في هذا الصدد المعلومات المتاحة عن حروب أو توترات محتملة في منطقة ما، أو تغيرات سياسية واجتماعية أو اقتصادية في دولة بعينها، والتي عادة ما تترك آثاراً على اقتصاد دول أخرى، ويكون لها بصمات على حركة أسواق المال بها (هندي أ، 1997).

3.3.2 طرق تحديد أسعار الأوراق المالية:

إن الأسلوب الذي تتبعه إدارة البورصة في تحديد أسعار الأوراق المالية المدرجة في جدول التسعيرة بها، له تأثير على ميكانيكية عمل قوى السوق (العرض والطلب). فان سعر الورقة عندما يتحدد في البورصة، قد يصل إلى أضعاف قيمتها الأسمية، وربما يصل إلى جزء بسيط منها فقط، نظراً لتأثير عوامل متعددة في تحديد سعر الورقة المالية، من تلك العوامل: قوى العرض والطلب، المركز المالي للجهة المصدرة للورقة، الحالة الاقتصادية للقطاع الذي تعمل فيها الجهة المصدرة للورقة وللدولة المصدرة للورقة بصفة عامة، العائد المتوقع من فرص الاستثمار وسعر الفائدة لتلك الجهة المصدرة. ومن الطرق المتبعة لتحديد أسعار الأوراق المالية في معظم البورصات العالمية ما يلي (البرواري ،2001):

1- التسعير بالمناداة: يجتمع الوسطاء في ردهة البورصة وينادون بأعلى أصواتهم بالعروض و الطلبات التي بحوزتهم، ويستعملون إشارات اليد مع المناداة، وذلك بوضع الساعد (أفقياً في اتجاه الجسم في حالة الشراء، ورأسياً في حالة البيع).

2- التسعير بالأدراج: في هذه الطريقة توزع مختلف الأسهم على الوسطاء الذين لديهم خبرة وتخصص في بعض الأسهم، حيث إن كل الأوامر المتعلقة بسهم معين تجمع في أدراج الاختصاصي الذي يحدد السعر، وفقاً لطريقة مماثلة للتسعير بالمناداة.

3- التسعير بالاعتراض أو المقارنة: يدون في سجل خاص لكل ورقة مالية مختلف عروض البيع أو طلبات الشراء عليها، وتؤدي مجموع هذه التسجيلات إلى معرفة مقدار ما يطلب بيعه أو شراؤه من الأوراق المالية، وحدود الأسعار المعروضة، وذلك عن طريق وسيط متخصص.

4- التسعيرة بالصندوق: تستخدم هذه الطريقة عندما تكون عروض البيع وطلبات الشراء في البورصة كثيرة ومتعددة. فيعمد الوسطاء إلى وضع عروضهم وطلباتهم في صندوق خاص. ثم تقوم لجنة البورصة بتحديد الأسعار من خلال حساب معدل تلك العروض والطلبات.

5- التسعير بالنسبة المئوية: في هذه الطريقة تظهر الأسعار على جدول التسعيرة بالنسبة المئوية من قيمة السهم الاسمية مخصومة منها قيمة الجزء المعروف من القسيمة منذ الاقتطاع الأخير.

6- التسعير بالمطابقة: عندما يتلقى احد الوسطاء أمرين متقابلين، يتعلق احداهما بالبيع و الأخر بالشراء وبالكمية نفسها، فيشتري الوسيط من الأول لحساب الثاني. وهي طريقة محظورة في كثير من الأسواق المالية، إلا بعد أن يتأكد الوسيط بواسطة احد السماسرة من انه لا يوجد عرض أو طلب أكثر ملائمة.

4.3.2 أنواع الأسعار التي تعلن عنها البورصة:

يتم الإعلان في البورصة عن الأسعار الآتية (البرواري، 2001):

1- سعر الفتح: وهو أول سعر يحدد للورقة المعينة بعد افتتاح البورصة.

2- أعلى سعر للورقة المالية.

3- أدنى سعر للورقة المالية.

4- سعر الإقفال: وهو آخر سعر في جلسة البورصة يسجل للورقة المالية المعينة.

إن وقوف المستثمر على هذه الأسعار، ومعرفة كيفية أخذ متوسط الأسعار وحساب الاتجاه العام لتطور السعر يساعده على اتخاذ قرار الاستثمار بشكل سليم. ويمكن أن يقف على مؤشر تطور سعر الورقة المالية من خلال جداول الأسعار والرسومات البيانية في إظهار تطور سعر السهم خلال فترة زمنية محددة.

4.2 العوامل المؤثرة على سياسة التوزيعات

هناك العديد من العوامل المحددة لقرار توزيع الأرباح أو احتجازها والتي يجب أخذها بعين الاعتبار عند وضع السياسة الملائمة، ويختلف أثر كل عامل منها باختلاف ظروف الشركة ويمكن إيجازها فيما يلي (الظاهر، 2003):

1- القواعد القانونية: تختلف القواعد القانونية التي تؤثر في سياسة الأرباح من دولة لأخرى ومن زمن لآخر، فقدرة الشركة على توزيع أرباح تتأثر إلى حد كبير

بالقواعد والقوانين التي تتحكم في سياسة توزيع الأرباح. ومن هذه القواعد ما يلي (الهواري، 1986):

أ- عدم توزيع أرباح ناتجة من بيع الأصول بقصد حماية المستثمرين.

ب- توزيع الأرباح من الارباح المستبقاة و المحققة فقط.

ج- عدم جواز توزيع أرباح في حالة العسر المالي للشركة، أي عدم توزيع الأرباح في حالة كون الخصوم أكبر من الموجودات، وربما تصل القواعد القانونية إلى تحديد الحد الأدنى أو الأقصى للأرباح الموزعة وربما تحديد نسبة التوزيع ذاتها.

2- مركز السيولة: يجب على المحلل المالي للشركة أن يقوم بتحديد وضع السيولة في الشركة ويحدد كذلك حاجات الشركة المستقبلية من السيولة وبعد ذلك يقرر حجم الأرباح التي يستبقيها والجزء من الأرباح الذي يوزعه على المساهمين (الشماع، 1992).

3- الحاجة إلى تسديد الديون: عندما تقوم الشركة بتمويل التوسع بـالقروض فإنهـا تواجه بديلين: إما تسديد القرض عند الاستحقاق عن طريق الحصول على قرض جديد أو عمل ترتيبات لرد قيمة القرض من أموالها الذاتية. وهنا يكـون علـى المدير أن ينظر للأرباح المحققة ليس فقط على أنها مورد جديد يمكن اسـتعماله في الاستثمار والتوسع، ولكن كوسيلة لتسديد القروض كذلك، وبالتـالي يوضـع معدل توزيع أرباح على ذلك الأساس (الهواري، 1986).

4- قيود على عقود الدين: إن عقود الديون طويلة الأجل غالباً ما تحد مـن حريـة الشركة في توزيع الأرباح نقداً، وتكون هـذه القيـود عـادة لحمايـة الـدائنين (الهواري، 1986).

5- معدل النمو في الأصول (معدل التوسع): كلما كان معدل النمو في الأصول كبيراً كلما زادت الحاجة إلى تمويل التوسع في الأصول وبناء على ذلك فكلما كانت الاحتياجات المالية في المستقبل كبيرة كلما شجع ذلك على احتجاز الأرباح بدلاً من توزيعها. ولكن من جهة أخرى يجب على الشركة أن توزع أرباحاً على

المساهمين عندما يكون عائد استثمار الأرباح المحتجزة أقل من المعدل الذي يحصل عليه المساهم لو وزعت تلك الأرباح (الهواري، 1986).

6- عائد الفرصة الاستثمارية المتاحة أمام الشركة: إذا لم ترغب الشركة باستثمار أموالها في أصول إنتاجية أو كانت لا ترغب في استهلاك ديونها، يمكن توزيع الأرباح التي حققتها على المساهمين، أما إذا توفر لدى الشركة فرصة استثمارية مربحة يمكن استخدام الأرباح التي تحققت في تمويلها (حنفي، 2000).

7- تكاليف المعاملات المالية للمساهم: إذا احتاج المستثمر إلى دخل للقيام بعملية استثمارية أو مواجهة أعباء معيشية، فان تكلفة هذه العملية تكون منخفضة إذا كان مصدر الدخل هو التوزيعات وعدم بيع الأسهم (قرياقص، 1997).

8- الشروط التعاقدية: قد تتضمن الاتفاقيات بين الشركة وحملة الأسهم الممتازة أو السندات أن لا توزع الشركة أي أرباح على المساهمين، إلا بعد الوفاء بجميع التزاماتها تجاههم (حنفي، 2000).

5.2 نظريات سياسات توزيع الأرباح

توجد أربع نظريات لتفسير العلاقة بين توزيعات الأسـهم والعوائـد الـسوقية للأسهم وهي (نور، والفضل، 2003):

1- نظرية لا علاقة لتوزيعات الأرباح:

بموجب هذه النظرية التي جاء بها كل من (Miller and Modigliani.1961) فان المستثمرين يساوون بين الحصول على توزيعات الأرباح و بين إعادة استثمار الشركة لأرباحها الصافية لتحقيق النمو الذي يفترض أن يؤدي إلى زيادة المكاسب الرأسمالية للمستثمرين عن طريق زيادة الأسعار السوقية للأسهم التي بحوزتهم، بمعنى أن قيمة الشركة تتأثر بكفاءة القرارات التشغيلية والتمويلية وقدرتها على توليد التدفقات النقدية الداخلة، وقد بنيت أفكار هذه النظرية على الافتراضات الآتية:

أ- لا يوجد من يستطيع السيطرة والتأثير في أسعار الأسهم في أسواق رأس المال العامة،

ب- وأن الجميع لديهم المعلومات حول الأسعار ولا توجد تكاليف تمويل أو ضرائب.
ج- التأكد التام حول مستقبل البرامج الاستثمارية وخاصة فيما يتعلق بالفوائد.
د- الرشد والعقلانية في اتخاذ القرارات من قبل المستثمرين.
ه- سياسة توزيعات الأرباح لا ترتبط مع سياسة الاستثمار، وسياسة الاستثمار ثابتة لا تتغير.
و- عدم تأثر كلفة رأس المال بسياسة توزيعات الأرباح.

2- نظرية "عصفور في اليد":

لقد تعرضت نظرية (Miller and Modigliani) للعديد من الانتقادات التي كان من أهمها الانتقاد الذي وجه للافتراض الذي قامت عليه النظرية، ويفيد بان الشركة التي تعمل في ظل المنافسة التامة مما يسمح باستنتاج مفاده استقلال سياسة الاستثمار عن سياسة توزيعات الأرباح، والذي تم اعتباره افتراضاً واستنتاجاً غير واقعيين، وذلك بسبب عدم مرونة عرض الأموال بالإضافة إلى عدم توفر المعلومات بالقدر الكافي لجميع المتعاملين في السوق المالية لكي يمكن تصور مدى رشد القرارات الاستثمارية، فضلاً عن موضوعية افتراض عدم وجود تكاليف تمويل أو ضرائب (نور، والفضل، 2003).

ونتيجة لهذه الانتقادات صاغ (Gardon,1962) أفكاراً بديلة للأفكار التي جاءت بها نظرية لها علاقة بتوزيعات الارباح، عرفت بنظرية عصفور في اليد. وتـشير أفكار هذه النظرية إلى وجود علاقة بين توزيعات الأرباح وأسعار الأسهم في السوق المالية، إذ ترى هذه الأفكار أن توزيعات الأرباح تؤثر في نسبة العائد المتوقع مـن قبل المستثمرين. وقد بينت أفكار هذه النظرية على الافتراضات الآتية:

أ- لا تخضع مردودات المستثمرين في أسهم الشركة للضريبة سواء كانت هذه المردودات متمثلة بالمكاسب الرأسمالية المتحققة من جراء بيع الأسهم أو بتوزيعات الأرباح.
ب- معدل العائد على الاستثمارات ثابت وكذلك معدل العائد المطلوب ثابت ويمثل كلفة التمويل الممتلك أي تكلفة الفرصة البديلة لحقوق الملاك.

ج- اعتماد إدارة الشركة في تمويل استثماراتها على حقوق الملكية، أي لا يوجد تمويل مقترض خارجي.

د- معدل نمو الشركة ثابت ويمثل نسبة الأرباح المحتجزة من الإيرادات مضروباً في معدل العائد المتوقع للاستثمار.

ه- معدل العائد المطلوب على الاستثمار يكون أكبر من معدل النمو.

و- نسبة الأرباح الموزعة على حملة الأسهم ثابتة لا تتغير.

3- نظرية أثر محتـوى المعلومـات (أو إشـارتها) لتوزيعـات الأربـاح علـى المستثمرين:

طبقاً لهذه النظرية، ينظر المستثمرون لأي تغيرات في سياسة التوزيع عن طريق الشركة كإشارة لتوقع الربح بوساطة إدارة الشركة، فالتوزيع الأعلى سوف يعطي إشارة للمستثمرين بان تنبؤ الشركة للأرباح المستقبلية يكون ايجابياً، بمعنى آخر، لو كان المستثمرون يتوقعون من شركة ما أنها سوف توزع نسبة منخفضة من توزيعات الأرباح – بينما قامت بالفعل بدفع نسبة أعلى – فإن سعر السهم سوف يرتفع، والعكس صحيح، أي إنه لو توقع المستثمرون نسبة عالية من توزيعات الأرباح، بينما دفعت الشركة نسبة أقل بكثير، فان سعر السهم سوف ينخفض في سوق رأس المال.

ومع ذلك فإن(miller and Modigliani) يؤكدان أن زيادة مقسوم الأرباح بشكل استثنائي هي إشارة من إدارة الشركة على أنها تتوقع نمواً كبيراً في أرباحها، والعكس صحيح في حالة انخفاض توزيعات الأرباح بشكل استثنائي أيضاً، أي أن المعلومات هذه (عن التوزيع أو الاحتجاز لتحقيق النمو) لا يؤثر في سعر السهم (نور، والفضل، 2003).

وقد توصل (Healy and Paleph.1988) في دراستهما لهذه النظرية إلى أن نتائج توزيعات الأرباح سيؤدي إلى تقلب في أسعار الاسهم بنسبة (4%)، في حين انخفضت أسعار الأسهم بنسبة (9.5%) في الشركات التي تمتنع او تتوقف عن توزيع الأرباح. ويستنتج من ذلك أن مقسوم الأرباح يعد مؤشرا لزيادة الإيرادات المستقبلية التي تعكس الأخبار للمستثمرين عن القياس الحقيقي لنجاح الإدارة والتدفق

النقدي والقيمة الحالية الموجبة لفرص الاستثمار الرأسمالية و بالتالي كفاءة السوق المالي.

ويشير (McMenamin.1999) إلى أن التغير في دفع توزيعات الأرباح يمكن أن يفسر كإشارة إلى حملة الأسهم والمستثمرين حول دلائل الأرباح المستقبلية للشركة، وعل وجه العموم فإن ارتفاع دفع توزيعات الأرباح ينظر له كإشارة موجبة، ويكشف معلومات ايجابية حول الارباح المستقبلية للشركة والتي تؤدي إلى زيادة في سعر السهم. وبالعكس فإن الانخفاض في دفع توزيعات ينظر إليه كإشارة سالبة حول دلائل الأرباح المستقبلية، تؤدي إلى انخفاض في سعر السهم.

4- نظرية أثر سياسة توزيعات الأرباح على مجموعات المستثمرين في أسهم الشركة:

من النظريات المؤثرة في سياسة توزيعات الأرباح التي يثار حولها الجدل المستمر، نظرية أثر سياسة توزيعات الأرباح على مجموعات المستثمرين، والتي تجعل لسياسة توزيعات الأرباح تأثيراً على القيمة السوقية لأسهم الشركات، فطبقاً لهذه النظرية، فان بعض المستثمرين يفضلون نسبة أعلى من التوزيعات، في حين نجد انه لا يحتاج الآخرون إلى توزيعات الأرباح، كدخل جار، ويفضلون احتجاز الارباح وإعادة استثمارها في الشركة ذاتها، فلو انتهجت الشركة سياسة احتجاز الجزء الأعظم من الأرباح، فان المساهمين الذين يفضلون توزيع الجزء الأعظم سوف يتوجهون تدريجياً لبيع أسهمهم، من جهة، ومن جهة أخرى فان انتهاج الشركة لسياسة توزيع نسبة عالية من الأرباح سيؤدي ببعض المساهمين إلى استلام دخول لا يرغبون فيها، إلى جانب اضطرارهم للقيام بعملية إعادة استثمار مثل هذه الفوائض المالية، واستناداً غلى ذلك، فان المساهمين الراغبين في توزيعات الأرباح العالية سوف يشترون أسهماً في الشركات من هذا النوع، في حين يشتري المساهمون ممن يفضلون الاحتجاز العالي للأرباح أسهماً في الشركات من النوع الثاني، وعلى أساس ذلك، يتوزع المساهمون على الشركات، في ضوء أفضليتهم للدخول الجارية والمستقبلية، وتؤثر الحالتان السابقتان في ارتفاع أو انخفاض سعر السهم للشركة (نور، والفضل، 2003).

وتشير دراسة (Elton and Gruber.1970) إلى أن أهمية سياسة توزيع الأرباح لا يقتصر أثرها على أسعار الأسهم في السوق المالية وإنما تمتد لتشمل مجموعات المستثمرين في أسهم الشركة، فتفضيلات المساهمين في الشركة متباينة تجاه سياسة توزيع الأرباح، فعلى سبيل المثال يفضل بعض المساهمين من المتقاعدين أو كبار السن توزيع الأرباح لأنهم يعدونه دخلاً رئيسياً لاستهلاكهم، لذا يرون أن على الشركة أن توزع أكبر قدر ممكن من أرباحها بينما تختلف وجهة نظر بعض المساهمين الذين لا يحتاجون إلى أرباح استثماراتهم المالية في الشركة عن اولئك المتقاعدين، إذ يفضلون احتجاز تلك الأرباح تمهيداً لإعادة استثمارها مجدداً داخل الشركة. ونتيجة لذلك التباين سيلاحظ المتتبع لسلوك المجموعة الأولى من المساهمين أنهم سيتخلون من استثماراتهم في الشركة التي تحتجز الأرباح، ويشترون أسهم الشركات التي تعمل على توزيع الأرباح بصورة مستمرة والعكس صحيح بالنسبة للمجموعة الثانية وعليه فقد استنتج الباحثان أن سياسة توزيع الأرباح قد تؤثر في حجم تداول أسهم الشركة في السوق المالية وبالتالي على قيمة الشركة.

6.2 سياسات توزيع الأرباح .

تجد الشركة نفسها أمام العديد من السياسات الممكنة وتختار نموذج السياسة في مجال توزيع الأرباح الذي يتلاءم وظروفها والذي يؤدي إلى تعظيم قيمة الشركة ويمكن إيجاز أهم هذه النماذج بما يلي (الظاهر، 2003):

1- توزيع نسبة ثابتة من الأرباح: ويتم تحديد هذه النسبة في ضوء تحليل الظروف والمتغيرات الماضية والمرتقبة وقد تتغير هذه النسبة جزئياً في بعض الحالات ولكن متوسطها عبر الوقت يبقى ثابتاً.

2- مقسوم الأرباح المنخفض والمنتظم مضافاً إليه زيادات حسب ظروف الشركة: وتعتبر بديلاً وسطياً فالتوزيع المنتظم دورياً يحدد بمستوى منخفض وتترك إمكانية دفع زيادات حسب وضع الشركة كل سنة، ومن مزاياها المرونة المتاحة للشركة ودرجة التأكد التي توفرها للمستثمر فيما يتعلق بحد أدنى من مقسوم الأرباح السنوي.

3- توزيع نسبة ثابتة من صافي الربح بعد الضرائب: وهو ما يسمى بمعدل التوزيع النقدي.

4- سياسة عدم توزيع أرباح على المدى القصير: ويتم اتباع هذه السياسة عندما يكون الاقتراض صعبا أو تكاليف الاقتراض عالية وعندما يفضل المساهمين الأرباح الرأسمالية على الأرباح الحالية، وعندما تكون الشركة حديثة النشأة ونموها سريع.

5- سياسة توزيع الأرباح كنسبة من القيمة السوقية للسهم: إن معظم المستثمرين يربطون ما بين القيمة السوقية لأسهم الشركة وبين الأرباح الموزعة، ولكن من الأفضل بالنسبة للإدارة ربط الأرباح الموزعة بقيمة الشركة بدلاً من ربطها بالأرباح المحققة (الشماع،1992).

6- سياسة التوزيعات على أساس الأرباح المتبقية: إذا كـان معـدل العائـد علـى الاستثمارات أقل من العائد المطلوب فلا يجب حجز أي أموال، وإذا ما تم تحديد المقترحات المطلوب تنفيذها والأموال المتاحة للتمويل فان الأموال التي توجـه للتوزيعات هي المتبقية بعد تغطية الاحتياجات المالية (حنفي،2000).

7- سياسة التوزيع المستقرة: تميل إليها معظم الشركات التي تقوم بدفع أرباح موزعة ذات قيمة مستقرة وهذا بسبب تفضيل المساهمين والمحتوى الإعلامي للتوزيع وقدرة الشركة على الحصول على قروض وروتين قرار التوزيع.

وقد تلجأ بعض الشركات خاصة الشركات الصغيرة أو الشركات الجديدة إلى بعض البدائل لتوزيع الأرباح، بحيث تستطيع احتجاز اكبر مبلغ ممكن من الأرباح على شكل احتياطيات، وذلك حتى تستطيع تمويل بعض المشروعات من هذه الأرباح والسبب أن هذه الشركات لا تكون معروفة جيداً من قبل المصارف أو من قبل المستثمرين في الأسواق المالية، مما يجعل تداول أسهمها في السوق المالية بطيء من قبل المستثمرين وعدم رغبة البنوك في تمويل مثل هذه الشركات الجديدة (الميداني، 1989).

1.6.2 أشكال الأرباح الموزعة

أولاً: أسهم الخزينة:

تنشأ أسهم الخزينة عندما تقوم الشركة بشراء جزء من أسهمها، وفي الواقع يوجد نوعين من عملية إعادة شراء الأسهم (الحناوي، والعبد، 2002):

1- عندما يتاح للشركة أموال نقدية لتوزيعها على المساهمين، حيث تقوم بتوزيع هذه الأموال من خلال شراء الأسهم بدلاً من دفع توزيعات نقدية. وفي هذه الحالة تعتبر أرباحاً موزعة.

2- النوع الثاني يرتبط بهيكل رأس مال الشركة، فقد ترى إدارة الشركة أن نـسبة حق الملكية مرتفعة في هيكل رأس المال، وهو ما يدفعها إلى إصدار سـندات واستخدام حصيلتها في إعادة شراء الأسهم.

ثانياً: توزيع أسهم مجانية:

بمعنى أن المنظمة تحتفظ بعدد الأسهم الجديدة لكي توزعها على المساهمين دون أن تطلب منهم سداد أي نقدية. أي أن المنظمة تكافئ المساهمين في شكل أسهم بدلا من أن تجري توزيعات نقدية. وفي حقيقة الأمر فان المساهم يمكنه بيع هذه الأسهم واعتبار ثمن البيع بمثابة توزيعات، ولكن التوزيعات من قبل الشركة هي توزيعات في شكل أسهم بدلا من التوزيعات النقدية، من الناحية النظرية فإن هذه التوزيعات في شكل أسهم لن تثري المساهم لأنه سيحصل على نفس التوزيعات، وهذا يعني أن القيمة السوقية غير مرتبطة بمثل هذه العملية وعلى العكس فقد زاد عدد الأسهم عندما أصدرت المنظمة هذه الأسهم الجديدة، وهذا يعني أن سعر السهم سينخفض بالمقارنة بما كانت عليه قبل التوزيع لهذه الأسهم.

يمكن استعراض ثلاث خصائص مترتبة على توزيع أسهم مجانية هي (حنفي، 2001):

1- توجد علاقة قوية بين توزيع أسهم مجانية وتجزئة الأسهم (من وجهة النظر المالية فقط)، ففي الحالتين يحدث تخفيف في سعر السهم، وبذلك يستطيع المستثمر تصفية جزئية للمحفظة عندما يرغب المستثمر في ذلك.

2- إذا كان السوق يتيح فرص استثمارية مربحة لاستثمار الأرباح، فان سعر السهم يتجه إلى الارتفاع ليصل أو يتجاوز السعر السابق لعملية التوزيع نتيجة التقديرات المتوقعة وليس بسبب عملية توزيع الأسهم المجانية لأن الأخيرة ليس لها تأثير على معدل نمو السعر ولكن بسبب عوامل نفسية واقتصادية.

3- عندما تدفع المنظمة بانتظام التوزيعات نقدا، فان دفع توزيعات عرضية في شكل أسهم مجانية يعتبر ميزة بالنـسبة للمـستثمر– بفـرض ثبـات التوزيعـات واستمراريتها- فإنه يترتب على هذه العملية زيادة عائد التوظيـف الظـاهري وكذلك العائد الكلي، يعني هذا أن عملية توزيع أسهم مجانية مثل عملية تقـسيم أو تجزئة الأسهم لا تؤثر على القيمة الرأسمالية للمنظمة ولكنها تؤثر على عدد الأسهم المتداولة لهذا السبب يحدث انخفاض فني في السعر ولا يشكل خـسارة بالنسبة للمستثمر.

وتلجأ الشركات عادة إلى توزيع الأسهم المجانية في عدة حالات أهمها (حماد، 2000):

1- نقص السيولة لدى الشركة والرغبة في توزيع أرباح المساهمين، ولتجنب الأثر السيء لعدم توزيع أرباح نقدية أو انخفاض الأرباح النقدية الموزعة فان الشركة تلجأ إلى توزيع الأسهم المجانية، خاصة وان السوق يستقبل ذلك عادة كمعلومات ايجابية.

2- رغبة الشركة في زيادة في زيادة رأس المال دون مطالبة المساهمين بمقابل لهذه الزيادة وعادة ما يستقبل سوق المال هذه المعلومات بكفاءة فتنخفض القيمة السوقية للسهم بنفس مقدار الزيادة الناتجة عن توزيع أسهم مجانية.

ثالثاً: توزيع أرباح نقدية:

سياسة التوزيعات هي قرارات الشركة المساهمة العامة التي تتعلق بتوزيع صافي الأرباح بعد ضرائب على مدار السنوات. ويمكن أن تتضمن هذه السياسة عدم توزيع أرباح على الإطلاق (إذا كان القانون يسمح بذلك) أو توزيع جميع الأرباح الصافية (بعد الأخذ في الاعتبار الحد الأدنى من المتطلبات القانونية) أو توزيع أرباح بين هذين الحدين.

وتكون الأرباح المعدة للتوزيع في الشركات المساهمة العامة من نصيب مالك السهم المسجل في سجلات الشركة في التاريخ الذي تقرره الهيئة العامة في اجتماعها الذي توافق فيه على توزيع الأرباح، و يمكن ملاحظة أن (نمر، 1997):

1- إن الهيئة العامة هي التي تقرر الموافقة على توزيع الأرباح بناء على توصية مجلس الإدارة.
2- يتم توزيع الأرباح لمالك السهم في تاريخ اجتماع الهيئة العامة الذي تقرر فيه توزيع هذه الأرباح.
3- جرت العادة أن يتم توزيع الأرباح مرة واحدة في السنة.

7.2 أثر سياسة توزيع الأرباح على سعر السهم

يشتري المستثمر الأسهم للحصول على أرباح رأسمالية محتملة وأيضاً للتوزيعات المحتمل الحصول عليها، فالشركات تشارك المستثمرين في الأرباح التي تحققها من خلال التوزيعات النقدية أو إعادة استثمار الأرباح المحتجزة مما يقوي أسعار الأسهم، وفي نفس الوقت تجذب سياسة التوزيعات للشركة الجمهور للاكتتاب في أسهمها لذا فإن الشركات التي تعلن عن توزيعاتها والتي تنشر في الجرائد المالية، فهي تحافظ على هذا المستوى من التوزيعات حتى لو حدث انخفاض في الربح، أو حدثت زيادة في الأرباح فهي لا تنعكس في التوزيعات، ورغم هذا فانه توجد عادة علاقة بين الأرباح والتوزيعات، فقد يحدث أن تزيد الارباح مما يؤدي إلى زيادة التوزيعات وقد تكون الزيادة في التوزيعات تفوق الزيادة في الأرباح ويمثل هذا النمو في التوزيعات. وقد يفضل المستثمر إعادة استثمار التوزيعات النقدية ويكون بذلك أكثر اهتماما بقيمة السهم من العائد الجاري (حنفي، 2003).

حيث إن المستثمرون ينظرون إلى التوزيعات على أنها مصدر للمعلومات عن كفاءة الإدارة في تسيير نشاط الشركة. فحملة الأسهم لا تتاح لهم في الواقع فرصة متابعة النشاط الفعلي للمنشأة، ومن ثم فإنهم ينظرون إلى سياسة التوزيع على أنها مؤشر للنجاح الذي تحققه فزيادة قيمة الأرباح الموزعة للسهم من سنة لأخرى يحتمل أن يترك انطباعاً ايجابياً – لدى المتعاملين في سوق رأس المال – عن فاعلية

أداء الشركة، الأمر الذي يؤدي – بالتبعية – إلى ارتفاع القيمة السوقية لأسهمها العادية.

ولقد اعترف (Miller and Modigliani) ذاتهما بهذا التأثير المحتمل للتوزيعات، غير أن الاعتقاد السائد يشير إلى أن تأثير التغير في مقدار التوزيعات على القيمة السوقية للأسهم العادية يمكن أن يكون وقتياً، إذا لم يصاحب زيادة التوزيعات توقعات ايجابية بشأن القوة الإيرادية للشركة. بعبارة أكثر دقة إذا حدث تغير حقيقي في القيمة السوقية للأسهم العادية، فان هذا لا يرجع في الأساس إلى التغير في سياسة التوزيعات، بقدر ما يرجع إلى التغيرات الإيجابية المتوقعة في ربحية الشركة (هندي، 1997).

ويجب الاهتمام بمعرفة مصادر واستخدامات النقدية فإذا كانت من خلال إصدار سندات أو تصفية بعض الأصول فمعنى ذلك أن الشركة لا تستطيع المحافظة على سياسة توزيعات عالية. ويمكن القول بأن التوزيعات ومعدل التوزيعات ليسا بالمؤشر الجيد للقيمة الحقيقية للسهم و يرجع ذلك لأن التوزيعات تتقلب وتتغير عبر الزمن، مما يخلق علاقة غير دقيقة بين النمو في التوزيعات والنمو في الارباح (حنفي، 2003).

8.2 الدراسات السابقة

الدراسات العربية:

دراسة (الظاهر.2011) بعنوان: "**تفصيلات المستثمرين في سوق فلسطين للأوراق المالية لسياسات توزيع الأرباح: دراسة تحليلية**".

هدفت هذه الدراسة التعرف إلى أهم سياسات التوزيع المستخدمة في الشركات المساهمة العامة الفلسطينية، ومقارنة هذه السياسات مع الدول الأخرى، ومعرفة تفصيلات المستثمرين لسياسات التوزيع، وقد استخدم فيها الأسلوب الوصفي وجمعت البيانات من خلال استبانة وزعت على المستثمرين في الشركات. وقد حاولت هذه الدراسة اختبار ثلاث فرضيات اساسية تتعلق بعمر المستثمر وجنسه وحجم الاستثمار، وعلاقة هذه المتغيرات بتفضيل المستثمر لسياسة توزيع الأرباح في

الشركة. وقد أوضحت نتائج الدراسة أن سياسة التوزيع المنتظم، وسياسة توزيع الأسهم مفضلة للمستثمرين، أما سياسة التوزيع الثابتة وتوزيع نسبة ثابتة من الأرباح، وسياسة عدم التوزيع، فقد بينت الدراسة أنها غير مفضلة للمستثمرين، أما من وجهة نظر الشركات فقد بينت الدراسة أن سياسة عدم التوزيع هي السياسة الوحيدة المفضلة، وعند اختبار فرضيات الدراسة تبين وجود فروق ذات دلالة إحصائية في تفضيلات سياسات التوزيع عند مستوى 5% تعود إلى حجم الاستثمار وعمر المستثمر، ولا توجد أية فروق تعود إلى جنس المستثمر. وأخيراً قدم الباحث مجموعة من التوصيات كان أهمها دعوة الشركات المساهمة العامة الفلسطينية إلى استخدام سياسات التوزيع المفضلة للمستثمرين إذا ما توافرت الفرصة لذلك.

دراسة (الظاهر وأبو الرب. 2006) بعنوان: "**أثر قرار توزيع الأرباح على سعر السهم وحجم التداول للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية**":

هدفت الدراسة إلى معرفة أثر قرار توزيع الارباح في القيمة السوقية وحجم التداول لأسهم الشركات المساهمة العامة والمتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية خلال الفترة الزمنية 1997-2004. ولتحقيق ذلك أجريت الدراسة على عينة قوامها 11 شركة مدرجة تمثل جميع القطاعات الاقتصادية، واعتمدت منهجية قائمة على تحليل البيانات ومستند إلى رصد التغيرات النسبية في اسعار التداول وحجمها قبل شهر وبعد شهر من قرار التوزيع.

توصلت التحليلات الإحصائية إلى نتائج تبين وجود دلالة إحصائية للعلاقة بين قرار التوزيع وحجم التداول وعلاقة غير دالة إحصائيا مع أسعار الأسهم السوقية.

دراسة (أبو الهيجاء، 2004) بعنوان: "**سياسات توزيع الأرباح وأثرها على القيمة السوقية للسهم**":

هدفت الدراسة إلى معرفة أهم السياسات التمويلية التي تعتمد عليها الشركات في توفير السيولة اللازمة لعمليات التوسع والنمو. تبرز أهمية هذه الرسالة من أن الأرباح المحتجزة هي من أهم السياسات التمويلية في الشركات بحيث أنها يجب أن تستغل بشكل أمثل، فقد قام الباحث بدراسة جميع الشركات المدرجة في سوق عمان المالي ثم أخذ شركة من كل قطاع. وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة ذات دلالة

إحصائية بين القيمة السوقية للسهم والقيمة الدفترية للسهم. وان الشركات في الأردن تتبع سياسات توزيع متشابهة للأرباح، حيث تبين أن الشركات في الأردن قد حاولت المحافظة على عائد مستقر للسهم وفي حدود معينة.

دراسة (أبو نصار،2004) بعنوان: **" دراسة تحليلية للعوامل المؤثرة على سياسة توزيعات الأرباح النقدية":**

استهدفت هذه الدراسة اختبار اثر أربعة عوامل مستقلة هي: صافي الربح بعد الضرائب، وصافي التدفقات النقدية التشغيلية. وتوزيعات الأربـاح النقديـة للـسنة السابقة. ونوع القطاع الذي تنتمي إليه الشركة، على سياسة توزيع الأرباح النقديـة في السوق الأردنية المدرجة في بورصة عمان، وتضمنت العينة شركات من قطاع الصناعة والخدمات والبنوك والتأمين. وغطت الدراسة الفترة الممتدة من عام 1992 ولغاية 2000.

وتحقيقاً لأهداف الدراسة، فقد تم تطوير عدد من النماذج والفرضيات استخدم في اختبارها كل من الانحدار المتعدد واختبار سبيرمان وبيرسون. أظهرت نتائج اختبار نماذج الدراسة وجود أثر هام إحصائيا لكل من توزيعات الأرباح النقدية للسنة السابقة. وصافي الربح بعد الضرائب، والقطاع الذي تنتمي إليه الشركة في التنبؤ بسياسة توزيعات الأرباح النقدية التي تنتهجها الشركات الأردنية. أما نتائج اختبار سبيرمان وبيرسون والتي جاءت منسجمة إلى حد بعيد مع نتائج اختبار نماذج الدراسة، فقد أظهرت وجود علاقة موجبة بين صافي الربح بعد الضرائب والتغير في توزيعات الأرباح النقدية. ووجود علاقة سالبة بين توزيعات الأرباح النقدية للسنة الماضية والتغير في توزيعات الأرباح النقدية للسنة الحالية. ووجود لا أثر لصافي التدفقات النقدية التشغيلية على التغير في توزيع الأرباح النقدية.

دراسة (نور والفضل 2003) بعنوان: **"العلاقة بين توزيعات الأرباح والعوائد السوقية غير العادية للأسهم ومدى تأثرها بربحية الشركة وحجمها ودرجة مخاطرتها اللانظامية ":**

تهدف هذه الدراسة إلى قياس العلاقة بين توزيعات الأرباح والعوائد السوقية غير العادية للأسهم المدرجة أسهمها في السوق المالي ومدى تأثرها بربحية الشركة

وحجمها ودرجة مخاطرتها اللانظامية. ولتحقيق أهداف الدراسة تم أخذ 69 شركة مساهمة مدرجة في كل من سوقي بغداد وعمان للأوراق المالية موزعة على السوقين وعلى ثلاثة قطاعات مختارة هي الصناعي والزراعي والخدمي ،حيث تم الاعتماد على اختبار للفر وقات الإحصائية ومعامل ارتباط كاندال الذي يقيس العلاقة أو الارتباط بين متغيرين محولين إلى رتب ،إلا أن نتائج الدراسة تشير أن المستثمرين في السوقين هم من ذلك الصنف الذي لا يفضل احتجاز الأرباح بقدر تفضيله للتوزيع وأوصى على إعادة إجراء هذه الدراسة على عينة أخرى وإضافة متغيرات جديدة مع المحافظة على نفس المتغيرات التي اعتمدتها الدراسة وزيادة دور الجامعات في تنشيط السوق المالي في كل من العراق والأردن وذلك من خلال إقامة الدورات التثقيفية للمستثمرين لزيادة نطاق اعتمادهم على المعلومات المالية وغير المالية في ترشيد قراراتهم و الارتقاء بقوة بالسوق.

دراسة (الظاهر، 2003) بعنوان:**"سياسة توزيع الأرباح وأثرها على سعر السهم السوقي: دراسة تطبيقية على عينة من البنوك التجارية الاردنية المدرجة في سوق عمان المالي ":**

إن الهدف الأساسي لهذه الدراسة يتمثل في محاولة الكشف عن العلاقة المحتملة ما بين توزيع الأرباح في البنوك التجارية الأردنية، ومتوسط سعر السهم السوقي لهذه البنوك، عن طريق إيجاد العلاقة بين نصيب السهم من الأرباح النقدية الموزعة ومتوسط سعر السهم السوقي وأيضاً إيجاد العلاقة بين متوسط سعر السهم السوقي ونصيب السهم من الأرباح المحتجزة وإيجاد العامل الأكثر تأثيراً على سعر السهم السوقي، وهل يعود إلى نصيب السهم من الأرباح الموزعة أم نصيب السهم من الأرباح المحتجزة؟

توصل الظاهر من خلال هذه الدراسة إلى تأثير سياسة توزيع الأرباح على سعر السهم السوقي وبالتالي على القيمة السوقية للبنك ومن أهم النتائج التي توصلت إليها هذه الدراسة:

1- أن تحقيق الأرباح يؤدي إلى زيادة السعر السوقي للسهم.
2- أن توزيع الأرباح يؤدي إلى زيادة سعر السهم السوقي للسهم.

3- أن احتجاز الأرباح أيضاً يؤدي إلى زيادة السعر السوقي للسهم.

4- أن توزيع الأرباح يؤثر على زيادة سعر السهم السوقي أكثر من أثر الاحتجاز.

دراسة (منصور، 1995) بعنوان: **"أثر سياسات توزيع الأرباح على القيمة السوقية لأسهم المتداولة في سوق الأوراق بالمالية بالمملكة العربية السعودية ".**

هدفت هذه دراسة في تحديد العوامل أو السياسات الخاصة بتوزيع الأرباح ودرجة العلاقة بين كل منها والقيمة السوقية للأسهم العادية المتداولة في سوق الأوراق المالية بالمملكة العربية السعودية وأيضا دراسة وتحديد أكثر العوامل أو سياسات التوزيع تأثيرا على القيمة السوقية للأسهم العادية والتي يعتمد عليها المستثمر عند شرائه لأسهم أحد الشركات في قطاع معين من القطاعات الاقتصادية بالمملكة العربية السعودية. وتم اختيار القطاعات التي تمثل مجتمع البحث والدراسة وقام الباحث بحصر عدد شركات المساهمة في عام 1992م إلى 75 شركة مساهمة. ثم حدد حجم العينة على أساس 46 شركة مساهمة خلال عام 1992م.

دراسات باللغة الانجليزية:

دراسة آرنـوت روبـرت (Arnot Robert ,2003) بعنـوان: **" A.Surprise! Higher Dividend=Higher Earing Growth"**

لقد توصل آرنوت روبرت في دراسة له عن سياسة توزيع الأرباح إلى أن نمو العوائد من الاستثمار في الأسهم تكون في أعلى مستوياتها عندما تكون نسبة التوزيع في أدنى مستوياتها. مما يعني وجود علاقة واضحة بين سياسة التوزيـع والعوائـد المتحققة من الاستثمار في أسهم الشركات.

دراسة (Ming-Shiun.2001) بعنوان:

"Aggregate Dividends Behavior and permanent Earing Hypothesis"

أجريت هذه الدراسة على عينة من الشركات الأمريكية لمعرفة التغير في سياسات توزيع الأرباح المرتبطة بالأرباح الدائمة، ومن أهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة أن الشركات تغير سياسة التوزيع النقدي، مع تغير الأرباح الدائمة، ولكن بشكل غير متزامن.

دراسة (2001، baker) بعنوان:

"Factors Influencing Dividend Policy Decisions of Nasdaq Firms"

تم استقصاء آراء عينة من الشركات الأمريكية المدرجة في بورصة نازداك للأوراق المالية عن طريق استخدام استبانة تضمنت 22 متغيرا يمكن أن يكون لها تأثير على قرارات مديري الشركات المتعلقة بتوزيعات الأرباح النقدية.

أظهرت نتائج الدراسة تطابق وجهات نظر المستجيبين مع النتائج التي توصل إليها (lintner.1956) حيث وجد أن أهم المتغيرات التي تؤثر في قرار الشركات الخاص بتوزيعات الارباح النقدية يتمثل في توزيعات الأرباح النقدية للأعوام السابقة ومدى الاستقرار في الأرباح التي تحققها الشركة ومستوى الأرباح الحالية والأرباح المتوقعة في المستقبل.

كما أظهرت نتائج دراسة (baker, 2001) وجود اختلافات جوهرية في تقييم أهمية العوامل المؤثرة في قرار توزيع الأرباح النقدية من جهة نظر مديري الشركات غير المالية مقارنة مع آراء مديري الشركات المالية ووجود اهتمام عال لمديري الشركات بالقرار المتعلق بتوزيعات الأرباح النقدية وقيامهم بمراجعة سياسة التوزيعات سنويا.

بالإضافة إلى اعتقادهم بوجود اثر لتوزيعات الأرباح النقدية على السعر السوقي للسهم وبالتالي على قيمة المنشأة .

دراسة الخوري والمولى (El-Khouri ,& Almwalla, 1997) بعنوان:

"The Effect of Dividend Changes on Security Prices "The Case of Jordanian Companies":

استهدفت هذه الدراسة لمعرفة تأثير التغير في سياسة توزيع أرباح الشركات المساهمة الأردنية على أسعار أسهم تلك الشركات، وكانت عينة البحث من شركات المدرجة في سوق عمان المالي. واستخدم الباحثان طريقة مقارنة فترة العائد حيث أظهرت نتائج التحليل انه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية على العلاقة ما بين التغير الإيجابي أو السلبي في توزيع أرباح الشركات على أسعار أسهمها.

دراسة الخوري (El Khouri, 1997) بعنوان:

"Dividends and New Equity Issues by Jordanian Corporations: an Empirical Investigation"

إن هدف هذه الدراسة هو بيان العلاقة بين قيمة الشركات التي تقوم بتوزيع الأرباح وبنفس الوقت تزيد رأسمالها بواسطة إصدارات جديدة والشركات التي توزع أرباح فقط لمجموعة من الشركات المالية والصناعية الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي.

وقد أظهرت النتائج إن قيمة الشركات التي توزع أرباح وتزيد من رأسمالها بواسطة الإصدارات أعلى من قيمة الشركات التي توزع أرباح فقط، وتقوم الشركات أيضاً بتوزيع الأرباح عادة قبل توزيع الإصدارات ربما يعود ذلك لتوقع الشركات الحصول على تغطية لإصداراتها / أو للتأكد من تسعير أفضل لأسهمها الجديدة حيث أن علاوة الإصدار تعتمد على القيمة السوقية والقيمة الدفترية بنفس الوقت. وحيث أن توزيع الأرباح محبب من قبل المستثمرين، فأنهم يقيمون السهم في السوق أكثر عندما توزع الشركة أرباحاً وينعكس ذلك إيجابياً على علاوة الإصدار للأسهم المطروحة.

دراسة (Glen, 1995) بعنوان: " **Explaining Investors Preference for Cash Dividend**"

فقد أجرى دراسة على عينة من الشركات الصناعية فـي دول مختلفـة مـن العالم، توصلت إلى أن توزيعات الأرباح مؤشر على رضا المستثمرين في الأسواق الناشئة أكثر من المستثمرين في الأسواق المتقدمة، وذلـك لأن المـستثمرين فـي الأسواق الناشئة أكثر حذر من المستثمرين في الأسواق المتقدمة وهذا انعكس بشكل مباشر على أسعار أسهم الشركات التي تفضل التوزيعات في الأسواق الناشئة، حيث ارتفعت أسعار أسهم هذه الشركات بشكل واضح وذلك بسبب زيادة الطلب عليها .

دراسة _(Asquith.1983) بعنوان: "**The Impact of Initiating Dividends payments on shareholders wealth**"

أجريت هذه الدراسة على مجموعه من الشركات الأمريكية في عام 1983م، لبحث تأثير الأرباح على ثروة المساهمين من خلال تحليل 168 استبانة، وقد أثبتت

هذه الدراسة أن الشركات التي تستخدم سياسة توزيع مبلغ نقدي ثابت، تؤدي إلى زيادة الطلب من قبل المستثمرين على أسعار أسهمها، مما يعني أن المستثمرين يفضلون هذه السياسة.

تتميز هذه الدراسة باستخدام بيانات حديثة نسبيا وتغطي فترة حديثة مقارنة مع الدراسات السابقة، وتأكدنا من استقرارية البيانات في التحليل واستطعنا أن نحصل على بيانات أكثر دقة في حين أن الدراسات السابقة استخدمت نموذج OLS دون اجراء أي اختبارات استقرارية، واعتمدت على الأسلوب القياسي الحدي.

الفصل الثالث

سوق عمان المالي

1.3 نشأة وأهداف وصلاحيات سوق عمان المالي.

أولاً: نشأة سوق عمان المالي: (موقع بورصة عمان):

بدأ إنشاء الشركات المساهمة العامة في الأردن والتداول بأسهم هذه الشركات منذ فترة طويلة سبقت إنشاء سوق الأوراق المالية الأردنية، فقد بدأ الجمهور الأردني الاكتتاب بالأسهم والتعامل بها منذ أوائل الثلاثينات، حيث تم تأسيس البنك العربي عام 1930 كأول شركة مساهمة عامة في الأردن وشركة التبغ والسجاير الأردنية عام 1931 وشركة الكهرباء الأردنية عام 1938 وشركة مصانع الإسمنت الأردنية عام 1951. كما تم إصدار إسناد القرض لأول مرة في الأردن في أوائل الستينات.

ونتيجة لذلك فقد ظهرت في الأردن سوق غير منظمة لتداول الأوراق المالية وذلك من خلال مكاتب غير متخصصة مما دعا الحكومة إلى التفكير جدياً بإنشاء سوق لتنظيم إصدار الأوراق المالية والتعامل بها بما يكفل سلامة هذا التعامل وسهولته وسرعته وكذلك حماية صغار المدخرين وذلك من خلال إيجاد آلية لتحديد السعر العادل للورقة المالية بناء على قوى العرض والطلب، وقد دعت خطط التنمية الاقتصادية المتعاقبة لإنشاء مثل هذا السوق حيث بدأت الجهات المختلفة وبدعم من الحكومة بالتحضير لإنشاء سوق منظم للأوراق المالية حيث قام البنك المركزي خلال عامي 1975 و1976 وبالتعاون مع مؤسسة التمويل الدولية International Finance Corporation IFC المنبثقة عن البنك الدولي بإجراء دراسات مكثفة تبين منها بأن حجم الاقتصاد الوطني ومساهمة القطاع الخاص فيه من خلال الشركات المساهمة العامة وتوزيع مساهمته فيها على عدد كبير من المستثمرين يبرر إنشاء هذه المؤسسة، إذ من المتوقع منها أن تضيف إلى السوق المالي الأردني أعمالا اقتضى التطور الاقتصادي تغطيتها وتلبيتها دعما له وبعثاً لمزيد من النشاط الاقتصادي، وكثمرة لهذه الجهود فقد صدر القانون المؤقت رقم (31) لسنة 1976،

والذي تم بموجبه تأسيس ما كان يعرف بسوق عمان المالي Amman Financial Market AFM . وتم تشكيل لجنة لإدارة سوق عمان المالي بقرار من مجلس الوزراء بتاريخ 1977/3/16، وباشرت اللجنة مهمتها منذ ذلك التاريخ. كما باشر السوق أعماله بتاريخ 1978/1/1.

وقطع السوق منذ إنشائه وحتى تأسيس بورصة عمان شوطا طويلا ومراحل، فقد ارتفع حجم التداول في السوق الثانوية من (9.7) مليون دينار عام 1978، ليصل إلى (6.7) مليار دينار في عام 2010، كما تجاوزت القيمة السوقية للأسهم المكتتب بها حوالي (22) مليار دينار مقارنة مع حوالي (286) مليون دينار في نهاية عام 1978. كما ارتفع عدد الشركات المدرجة من (66) شركة لعام 1978 إلى (277) شركة في الوقت الحالي.

ثانياً: أهداف السوق:

يعتبر سوق عمان المالي ركناً من أركان هيكل النظام المالي الأردني وإحدى الآليات الهامة لتجميع الموارد وتوظيفها في مشاريع البنية التحتية والإنتاجية وهي بذلك تسعى لتحقيق الأهداف التالية (موقع بورصة عمان):

1- بتنمية المدخرات عن طريق تشجيع الاستثمار في الأوراق المالية.
2- توجيه المدخرات لخدمة الاقتصاد الوطني.
3- تنظيم إصدار الأوراق المالية والتعامل بها بما يكفل سلامة هذا التعامل وسهولته وسرعته وبما يضمن مصلحة البلاد المالية وحماية صغار المدخرين.
4- إلى توفير البيانات والإحصائيات اللازمة لتحقيق أهداف السوق.
5- مراقبة إصدار الأوراق المالية والتعامل بها وتنظيم ومراقبة أعمال ونـشاطات الجهات التي تخضع لرقابتها وهي البورصة ومركز الإيداع ومعتمدي المهـن المالية.
6- تنظيم ومراقبة الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بالأوراق الماليـة والجهـات المصدرة لها وتعامل الأشخاص المطلعين وكبار المساهمين.

وقد أضاف (زعرب، 2005) الأهداف التالية:

1- إتاحة الفرصة لاستثمار مدخرات المواطنين في الأوراق المالية بما يخدم الاقتصاد الوطني.
2- ضمان إتمام عمليات بيع وشراء الأوراق المالية في جو من النزاهة والحياد من خلال إتباع سياسة الإفصاح عن معلومات الأسهم المتداولة.
3- العمل على تطوير السوق المالي على نحو وجهود التنمية الاقتصادية ويساعد في تحقيق أهداف السياسة للسلطة.
4- العمل على تشجيع إنشاء شركات جديدة، وتطوير وتنظيم إصدار الأوراق المالية في السوق الأولي.
5- إدراج الأوراق المالية الجديدة في السوق، والسرعة في تسييل الأموال المستثمرة للأوراق المالية مع ضمان تفاعل العرض والطلب.
6- إصدار النشرات والتقارير التي تتضمن جميع المعلومات المتعلقة بأسعار الأسهم وأحجام التداول، وكافة البيانات اللازمة للمستثمرين.

ثالثاً: صلاحيات السوق:

من أجل تحقيق أهداف سوق عمان المالي تبنت الحكومة الأردنية سياسة إصلاح شاملة لسوق رأس المال تقوم على أساس البناء على ما تم إنجازه خلال عشرين السنة الماضية ،فقد منح عدد من الصلاحيات ومن أهم هذه الصلاحيات ما يلي (موقع بورصة عمان):

1- تعزيز نمو القطاع الأهلي وتوسيع وتنويع قاعدة الاقتصاد الأردني وسعياً للارتقاء إلى المعايير الدولية في مجال تنظيم سوق الأوراق المالية.
2- وتتمثل أهم ملامح التوجه الجديد في إحداث تغييرات مؤسسية في سوق رأس المال واستخدام أنظمة التداول والتسوية والتقاص الإلكترونية.
3- إزالة كافة معوقات الاستثمار وتقوية الرقابة على سوق رأس المال وصولاً إلى أعلى مستوى من الشفافية وتحقيق سلامة التعامل بالأوراق المالية، وبما يتناسب مع التوجه نحو العولمة والانفتاح على العالم الخارجي.

4- يتمثل الطابع المركزي في إعادة الهيكلة في فصل الدور الرقابي والتشريعي لسوق رأس المال عن الدور التنفيذي والذي سيترك للقطاع الأهلي حيث تتولى هيئة الأوراق المالية الدور الرقابي والتشريعي، وتتولى بورصة عمان، سوق الأوراق المالية ومركز إيداع الأوراق المالية الدور التنفيذي.

2.3 مراحل تطور السوق:

لقد مر سوق عمان المالي بتطورات خلال السنوات الماضية، سيتم استعراض عدد من التطورات من خلال متغيرات الدراسة:

1- عائد السهم.
2- الأرباح الموزعة.
3- حجم التداول.
4- سعر السهم السوقي.

ويتضح من الجدول رقم (2) أن نسبة النمو في عائد السهم قد زادت بنحو 111% في عام 1989 وقد تذبذبت من سنة إلى أخرى، ثم عاودت بالارتفاع في عام 2004، 2005 بسبب ازدهار الاقتصاد الأردني الذي رافق دخول الأشقاء العرب وكبر حجم الاستثمار، وفي عام 2008 انخفضت نسبة نمو عائد السهم 0% بسبب الأزمة المالية العالمية، وبقي التراجع والارتفاع هكذا متزامن لغاية سنة 2011 بنسبة نمو 71%.

الجدول رقم (2)

عائد السهم خلال السنوات (1984-2011) دينار أردني

السنة	القيمة	نسبة التغير	السنة	القيمة	نسبة التغير	السنة	القيمة	نسبة التغير
1984	0.091	-	1994	0.258	-5%	2004	0.233	56%
1985	0.136	49%	1995	0.237	-8%	2005	0.394	69%
1986	0.169	24%	1996	0.216	-9%	2006	0.209	-47%
1987	0.164	-3%	1997	0.203	-6%	2007	0.227	9%
1988	0.234	43%	1998	0.183	-10%	2008	0.226	0%
1989	0.494	111%	1999	0.172	-6%	2009	0.113	-50%
1990	0.438	-11%	2000	0.109	-37%	2010	0.091	-19%
1991	0.359	-18%	2001	0.179	64%	2011	0.156	71%
1992	0.382	6%	2002	0.151	-16%			
1993	0.271	-29%	2003	0.149	-1%			

المصدر: سوق عمان المالي.

يلاحظ من جدول (3): أن قيمة الأرباح الموزعة سنة (1985) (31,483,884) دينار أردني تراجعت بنسبة 5% وتراجعت في سنة التالية 13% ولوحظ ازدياد الأرباح من سنة 1987 إلى سنة 2008 بشكل ملحوظ ومنتظم وتراجعت النسبة في سنة 2009م إلى 6% ويرجع سبب الانخفاض لتراجع الأرباح الموزعة في قطاع الصناعة. ثم عادت النسبة بالارتفاع في سنة 2010 و 2011 .

الجدول رقم (3)

الأرباح الموزعة خلال السنوات (1984-2011) دينار أردني

السنة	القيمة	نسبة التغير	السنة	القيمة	نسبة التغير	السنة	القيمة	نسبة التغير
1984	33,308,870	-	1994	74,335,644	-4%	2004	248,821,536	27%
1985	31,483,884	-5%	1995	78,609,637	6%	2005	443,537,476	78%
1986	27,467,415	-13%	1996	82,904,520	5%	2006	506,413,639	14%
1987	32,197,900	17%	1997	88,941,501	7%	2007	609,409,310	20%
1988	36,006,686	12%	1998	102,716,299	15%	2008	616,480,402	1%
1989	43,539,346	21%	1999	109,990,998	7%	2009	576,881,469	-6%
1990	57,621,931	32%	2000	113,888,869	4%	2010	607,917,870	5%
1991	65,049,557	13%	2001	131,576,004	16%	2011	842,732,877	39%
1992	72,472,769	11%	2002	181,085,853	38%			
1993	77,798,480	7%	2003	196,084,835	8%			

المصدر: سوق عمان المالي.

يتضح من جدول رقم (4) ما يلي: بالنسبة لأحجام التداول، بلغ حجم التداول خلال عام 1984م 59, 318, 623 دينار أردني بنسبة نمو 12% وفي خلال عام 1987م ارتفع حجم التداول بشكل ملحوظ بنسبة 113 % لأنه بدأ السوق أعماله في مطلع عام مما أدى إلى ارتفاع عدد الشركات إلى 120 شركة وأخذ بعدها بالتراجع في عام 1988م إلى -10 % ويظهر الجدول أن الاتجاه العام لحجم التداول قد تزايد بشكل ملحوظ من سنة 1985م إلى 1986م مع وجود بعض التراجع الواضح وخلال سنوات 1994م – 1996م، وقد يعزى هذا التراجع إلى الاحداث التي شهدتها المنطقة والمتمثلة بالحرب اللبنانية وبآثار حرب الخليج الاخيرة (موقع سوق عمان المالي). ثم واصل بالارتفاع والتراجع خلال سنوات 1997 -2000 وبعدها بلغ حجم التداول سنة 2001م 668,652,674 دينار أردني بنسبة 100% وواصل هذا الارتفاع الحاد إلى سنة 2005م حيث بلغت نسبة النمو 345% بسبب عودة الاشقاء العرب وضخ المزيد من الأموال وشراء الشقق والأراضي وجلب السيولة إلي يحتاجها السوق. مما هبطت بعدها النسبة في سنة 2006م إلى 16% وبقي هذا التذبذب في الهبوط والارتفاع حتى عام 2011 .

الجدول رقم (4)

حجم التداول خلال السنوات (1984-2011) دينار أردني

السنة	القيمة	نسبة التغير	السنة	القيمة	نسبة التغير	السنة	القيمة	نسبة التغير
1984	59,318,623	-	1994	495,076,052	-49%	2004	3,793,251,050	104%
1985	66,730,872	12%	1995	418,958,544	-15%	2005	16,871,051,948	345%
1986	69,522,993	4%	1996	248,583,344	-41%	2006	14,209,870,592	-16%
1987	148,178,293	113%	1997	355,244,623	43%	2007	12,348,101,910	-13%
1988	132,625,222	-10%	1998	464,374,268	31%	2008	20,318,014,547	65%
1989	367,589,840	177%	1999	389,476,334	-16%	2009	9,665,312,327	-52%
1990	268,885,973	-27%	2000	334,724,633	-14%	2010	6,689,987,155	-31%
1991	302,836,729	13%	2001	668,652,674	100%	2011	2,850,252,628	-57%
1992	886,950,983	193%	2002	950,272,995	42%			
1993	968,613,802	9%	2003	1,855,176,028	95%			

المصدر: سوق عمان المالي.

يتضح من الجدول رقم (5) ما يلي: بلغ الرقم القياسي عام 1985م -3% و1986م -8% ثم عاود بالارتفاع في السنوات 1987-1989 وانخفض بعدها في سنة 1990م حوالي 14% نظراً لما شهدته المنطقة من أزمات، وعاود بالارتفاع مجدداً خلال سنوات 1991 - 1993 بقي هكذا بالهبوط والارتفاع لغاية سنة 2004 لوحظ ارتفاع مفاجئ بسبب انعاش الاقتصاد الاردني ودخول شركات مساهمة بالبورصة وزيادة السيولة وبعدها انخفض بشكل حاد من سنة 2008 - 2010 بسبب الازمة العالمية وتداعياتها.

الجدول رقم (5)

الرقم القياسي لأسعار الأسهم المرجح بالقيمة السوقية دينار أردني

السنة	القيمة	نسبة التغير	السنة	القيمة	نسبة التغير	السنة	القيمة	نسبة التغير
1984	811.8	-	1994	1436	-9%	2004	4245.6	62%
1985	786	-3%	1995	1591.7	11%	2005	8191.5	93%
1986	723.5	-8%	1996	1534.6	-4%	2006	5518.1	-33%
1987	796.9	10%	1997	1692.4	10%	2007	7519.3	36%
1988	845.1	6%	1998	1701.3	1%	2008	6243.1	-17%
1989	932.7	10%	1999	1673.5	-2%	2009	5520.1	-12%
1990	804.3	-14%	2000	1330.5	-20%	2010	5318	-4%
1991	1000	24%	2001	1727.2	30%	2011	4648.4	-13%
1992	1299	30%	2002	1700.2	-2%			
1993	1585	22%	2003	2615	54%			

المصدر: سوق عمان المالي.

الفصل الرابع
الجانب التطبيقي ومناقشة النتائج والتوصيات

1.4 نموذج الدراسة:

لدراسة العلاقة بين متغيرات الدراسة فقـد تـم اختيـار بعـض المتغيـرات الاقتصادية لتصف هذا التأثير كما يلي:

أ- حجم التداول:

يعبر هذا المؤشر عن أجمالي القيمة الاسمية للأسهم التي يتم تداولها في سوق عمان المالي، ويكمن السبب في استخدام حجم التداول كمتغير في الدراسة، باعتباره مؤشراً هاماً يعكس حجم السيولة في سوق الأوراق المالية، فهو يعبر عن نشاط السوق ومن ثم يأخذه المستثمر بعين الاعتبار (شراطي، 2011).

ب- الأرباح الموزعة:

هي ذلك الجزء من الأرباح التي تقرر الشركة توزيعه على المساهمين، سواء كان ذلك على شكل نقدي أو أسهم مجانية. وبذلك فإن الشركات تقرر عادة نسبة التوزيعات مقابل الايرادات التي ترغب باحتجازها لاستخدامها في الاستثمار بالشركة. وتعد الأرباح الموزعة من العوامل المهمة في تحديد القيمة العادلة للسهم وبالتالي سعره السوقي.

ج- العائد على السهم:

يستخدم هذا المؤشر لمعرفة نصيب السهم الواحد من صافي الارباح.

العائد على السهم = صافي الربح (بعد اسـتقطاع حقـوق الاقليـة والاربـاح الاستثنائية) / متوسط عدد الأسهم الصادرة والمدفوعة.

د- سعر السهم السوقي The price of the stock Market:

" تفترض النظرية الاقتصادية، أن المحددات الرئيسية للطلب على أي سلعة أو خدمة تشتمل على سعر هذه السلعة، وأسعار السلع الأخرى، والدخل، وغيرها من العوامل، ولا يختلف الطلب على الأسهم عن هذا الإطار، إذ يتأثر الطلب على الأسهم بأسعارها، وبأسعارها البدائل المتاحة عنه، وبالدخل أيضاً. ويعد سعر السهم

من أهم المتغيرات الاقتصادية ذات العلاقة الايجابية التي تؤثر في حجم التداول العام في بورصة عمان، وتقيس مدى كفاءة السوق، ولتوافر بيانات الرقم القياسي لأسعار الأسهم المرجح بالقيمة السوقية للسوق بشكل عام، ولكل قطاع من قطاعات السوق، إذ تختار عينة الشركات الداخلة في حساب الرقم القياسي بناء على معايير القيمة السوقية، وعدد أيام التداول وعدد العقود المنفذة وحجم التداول وعدد الأسهم المتداولة ومعدل دوران السهم، ومن ثم سيستخدم أسعار الاسهم المرجح بالقيمة السوقية عوضاً عن سعر السهم، ولاحتساب الرقم القياسي العام استخدمت المعادلة التالية:" (المجالي، 2011، ص10).

إذ إن:
$$INDEXt = \frac{\sum_{i=1}^{n}(Pti \times Sti \times FFti)}{Dt}$$

Pti : سعر إغلاق سهم الشركة i في الزمن (اليوم) t.

Sti : عدد الأسهم المدرجة للشركة i كما هي في الزمن (اليوم) t.

FFti: نسبة الأسهم الحرة للشركة i كما هي في الزمن (اليوم) t.

Dt : مقام Divisor الرقم القياسي في الزمن (اليوم) t. (1989. Asprem)

ولدراسة هذا النموذج تم الاستعانة بالاختبارات التالية:

4. 1. 1 اختبار جذر الوحدة (Unit Root Test):

من الأهمية بمكانة معرفة طبيعة السلاسل الزمنية وهل هي ساكنةٌ أم لا، قبل البدء بإجراء تحليل الانحدار تجنباً الحصول على الانحدار الزائف والذي يعطي قيمةً مرتفعةً لمعامل التحديد R^2 وزيادة المعنوية الإحصائية للمعلمات المقدرة مع وجود ارتباط سلسلي ذاتي واضح من خلال قيمة D-W.

وتكون السلسلة الزمنية للمتغير X_t ساكنة إذا حققت الشروط التالية، (Greene,2003):

1. ثبات الوسط الحسابي للمتغير X_t عبر الزمن، $E(X_t) = \mu$
2. ثبات التباين عبر الزمن، $var(X_t)= \sigma^2$

3. يعتمد التباين المشترك بين المتغيرين xt و X_{t-k} على طول فترة الابطاء،

$$cov(X_t , X_{t-k})= cov(X_t , X_{t+k}) = €_k$$

حيث تشير K إلى عدد فترات الابطاء.

وللكشف عن استقرارية السلاسل الزمنية يتم استخدام عدة اختبارات ومنها اختبار Dickey- Fuller(D-F) والذي يعتمد على تقدير النموذج التالي:

$$Y_t = \rho Y_{t-1} + u_t \quad ; \; \rho € [-1 , 1 \;]$$

وإذا أُخذ الفرق الأول لطرفي المعادلة، نحصل على الشكل التالي:

$$Y_t - Y_{t-1} = \rho Y_{t-1} - Y_{t-1} + u_t$$

$$Y_t = \delta Y_{t-} + u_t \Delta \; ; \delta = \rho -1$$

ويتم اختبار الفرضية العدمية H_0 التي تنص على وجود جذر الوحدة وبالتالي عدم سكون السلسلة الزمنية، مقابل الفرضية البديلة H_1 والتي تنص على سكون السلسلة الزمنية، كما يلي:

$H_0 : \delta =0$

$H_1 : \delta <0$

ولكن، يحدث أن تكون هناك مشكلةُ ارتباط ذاتي في الحد العشوائي أو ما يعرف بـ (Serial Correlation) وبالتالي نلجأ لاختبار ديكي – فولر الموسع Augmented Dickey-Fuller (ADF) والذي يعتمد على تقدير النموذج التصحيحي التالي (Guajarati, Porter, 2009):

$$\Delta Y_t= \beta_1 + \beta_2 t + \delta Y_{t-1} +\sum_{i=1}^{m} \alpha i \quad Y_{t-i} + €_i$$

حيث يعتبر Y_t عن متغيرات الدراسة في الزمنT، € حد الخطأ، وتشير m إلى عدد فترات التباطؤ الكافية لإلغاء الارتباط الذاتي لحد الخطأ .€

4. 1. 2 اختبار كوزوم للاستقرارية (Cusum Stability Test):

إذا كانت السلاسل الزمنية غير مستقرة، وبدأ من خلال شكل المتغيرات تغيراً في سلوكها عبر الزمن، فمن الضروري التأكد من عدم وجود تغير هيكلي (Structural Change) في بيانات النموذج خلال فترة الدراسة، أي التأكد من عدم وجود قفزاتٍ أو تغيراتٍ مفاجئةٍ في البيانات مع مرور الزمن، وتظهر نتائج هذا الاختبار من خلال شكل منحنى نموذج مقدر بواسطة طريقة المربعات الصغرى

الاعتيادية، فإذا كان المنحنى ضمن مجال انحرافين معياريين(±2 S.E) طوال فترة الدراسة فهذا يعني أن المعلمات مستقرة على طول الفترة وبالتالي تقدير معلمات النموذج دون الحاجة لتجزئتها (Greene,2003).

4. 1. 3 اختبار العدد الأمثل لفترات التباطؤ:

يعنى هذا اختبار بتحديد العدد الأمثل لفترات التباطؤ الزمني الكافية لإزالة أي ترابطٍ متسلسلٍ في البواقي، ويتم ذلك من خلال اختباراتٍ متعددةٍ، منها: (Schewhart,2004):

1. معيار أكايك (Akaike Information Criterion) (AIC)، ويعتمد على اختبار ما يعرف بـ (Likelihood Ratio Test)، بحيث يتم اختيار عدد المتباطئات والتي تعطي أقل قيمة لـ (AIC).
2. معيار سشيوارتز (Schwartz's Information Criterion)(SIC) ويعتمد كما في المعيار السابق ويتم اختيار عدد المتباطئات والتي تعطي أقل قيمة لـ (SBC).

4.1.4 اختبار التكامل المشترك (Co-integration Test)

يهدف هذا الاختبار إلى التأكد من وجود توليفة أو أكثر بين متغيرات النموذج تتصف بالسكون من سلاسل زمنيةً غير ساكنةٍ على مستواها الأصلي، وفي حال وجود هذه التوليفة المشتركة فإنه من المحتمل وجود علاقةٍ توازنيةٍ بين المتغيرات على المدى الطويل، وفي حال عدم وجود تكاملٍ مشتركٍ ما بين المتغيرات فإن العلاقة التوازنية على المدى الطويل تبقى مثاراً للشك والتساؤل.

ولتحديد عدد متجهات التكامل المشترك، يقترح Johansen اختبار إحصائيتين، وهما (Johansen and Juselius, 1990)

1- اختبار الأثر (Trace test - λtrace) حيث يختبر فرضية العدم القائلة بان عدد متجهات التكامل المشترك الفريدة يقل عن أو يساوي العدد (q) مقابل الفرض البديل (q = r)، ويحسب بالصيغة:

$$\lambda_{trace}(r) = -T \sum_{i=r+1}^{p} In(1-\hat{\lambda}_i) \quad \ldots\ldots\ldots(2)$$

حيث ($\lambda_{r+1}, \ldots, \lambda_n$) تمثل اقل المتجهات الكامنة (p-r)(eigenvectors) وتشير فرضية العدم أن عدد متجهات التكامل المشترك الكامنة يساوي أو يقل عن (r).

2- اختبار القيمة الكامنة العظمى (Maximal eigenvalue) ويحسب من الصيغة التالية:

$$\lambda_{max}(r, r+1) = -TIn(1 - \hat{\lambda}_{r+1}) \quad \ldots\ldots (3)$$

ويقوم هذا الاختبار باختبار فرضية العدم القائلة بان هناك (r) متجه للتكامل المشترك مقابل الفرض البديل بوجود (r + 1) متجه للتكامل المشترك.

4. 1. 5 اختبار السببية:

يستخدم هذا الاختبار لتحديد اتجاه العلاقة السببية بين المتغيرات المستخدمة في النموذج، فإذا كان المتغير (X) يؤثر في المتغير (Y)، يعني ذلك أن المتغير (X) يحوي معلوماتٍ ذاتِ قوةٍ تفسيريةٍ أكثر من المتباطئات الزمنية للمتغير (Y)، وبهدف اختبار وجود العلاقة السببية بين متغيرات الدراسة يتم الاستعانة بالصيغة التالية وتقديرها (Engle and Granger,1987):

$$Y_t = \sum_{i=1}^{p} \alpha Y_{t-1} + \sum_{i=1}^{p} \beta X_{t-1} + u_t$$

ويتم اختبار الفرضية الصفرية: ($H_0: \beta_1=\beta_2=\beta_3=\ldots=\beta_n=0$) مقابل الفرضية البديلة: ($H_1: \beta_1 \neq 0, \beta_2 \neq 0 \ldots \beta_n \neq 0$) ويتم تحديد وجود علاقةٍ من خلال قيمة (F)، المعطاة في نتائج الاختبار، ويتم مقارنة القيمة المحسوبة (المطلقة) لـ (F)، مع القيمة الجدولية (الحرجة) لها، ويتم رفض الفرضية الصفرية إذا كانت قيمة (F) المحسوبة أكبر من تلك الجدولية وبالتالي هنالك علاقة بين (X) و(Y)، وإذا قبلت الفرضية الصفرية فهذا يعني أن (X) لا يسبب (Y).

4. 1. 6 اختبار تحليل مكونات التباين:

تُستخدم أداة تحليل التباين للتعرف على مقدار التباين في التنبؤ لكل متغيرٍ مـن متغيرات النموذج الذي يعود إلى خطأ التنبؤ في المتغير نفسه ومقدار خطأ التنبؤ في المتغيرات التوضيحية الأخرى في نموذج الدراسة، من أجل التعرف علـى القـدرة

التفسيرية للمتغير التابع والمتغيرات المستقلة في تفسير أخطاء التباين، وتبرز أهميته أيضا بأن الاختبار يعطي الأهمية النسبية لأثر أي تغيرٍ مفاجئٍ (Shock) فـي كـل متغيرٍ من متغيرات النموذج على جميع المتغيرات في النموذج، و لتجنـب مـشكلة وجود التأثير المتزامن للأخطاء في المتغيرات المختلفة في النموذج يتم اللجوء إلـى توزيع تشولاسكي (Cholaski Decomposition) والذي يتأثر بشكل كبير بترتيـب المتغيرات والطريقة التي يدخل بها كل متغيرٍ في النموذج، و لتلافي هذه المـشكلة سيتم التأكد بأن النتائج التي تم الحصول عليها غير منحازة، يتم إعادة الاختبار بعـد عكس ترتيب المتغيرات (Wei،1990).

4. 1. 7 اختبار دالة الاستجابة لردة الفعل(Impulse Response Function Test):

تعمل هذه الدالة بتتبع المسار الزمني للتغيرات المفاجئة والصدمات التي يمكن أن تتعرض لها متغيرات النموذج في حدود الخطأ للمتغيرات، مقدارها انحرافٌ معياري واحد، لأحد المتغيرات على القيم الحالية والمستقبلية لمتغيرات النموذج، كما تعكس أيضاً كيفية استجابة المتغيرات المختلفة في النموذج لأي تغيرٍ مفاجئٍ في أي متغير من متغيرات نموذج الدراسة مع مرور الزمن.

1. اختبار جذر الوحدة لسكون السلاسل الزمنية:

لتحليل أثر عائد السهم (X1) والارباح الموزعة (X2) وحجم التداول (X3) لابد من إجراء اختبار السكون، حيث كانت نتائج اختبار(ADF) الموسع كما هي في الجدول رقم (6)، ويتضح أن متغيرات النموذج لم تستقر على المستوى، حيث كانت القيمة المحسوبة(بالقيمة المطلقة) أقل من القيمة الجدولية (بالقيمة المطلقة)، وبالتالي سيتم اجراء الاختبار مرة أخرى بعد أخذ الفرق الأول.

وتشير النتائج إلى أن متغيرات الدراسة ساكنةٌ على الفرق الأول، حيث كانت القيمة المحسوبة أكبر من القيمة الجدولية (بالقيمة المطلقة)، ويمكن إجراء اختبار التكامل المشترك نتيجةً لتوفر الشرط الكافي وهو أن تكون جميع متغيرات الدراسة

متكاملةٌ من نفس الدرجة، لذلك هناك احتمالٌ لوجود علاقةٍ تكامليةٍ في المدى الطويل بين متغيرات الدراسة.

الجدول رقم (6)

اختبار ديكي فولار الموسع (ADF) للسكون

المستوى 5%				الفرق الأول 5%			
المتغير	القيمة المحسوبة	القيمة الحرجة	القرار	المتغير	القيمة المحسوبة	القيمة الحرجة	القرار
X1	-2.333974	-2.981038	غير ساكنة	X1	-5.239089	-2.986225	ساكنة
X2	0.518567	-2.981038	غير ساكنة	X2	-3.635921	-2.986225	ساكنة
X3	-1.042859	-2.981038	غير ساكنة	X3	-4.486184	-2.986225	ساكنة
Y	1.494185	-3.012363	غير ساكنة	Y	-3.355081	-3.012363	ساكنة

حيث إن:

X1 : عائد السهم.

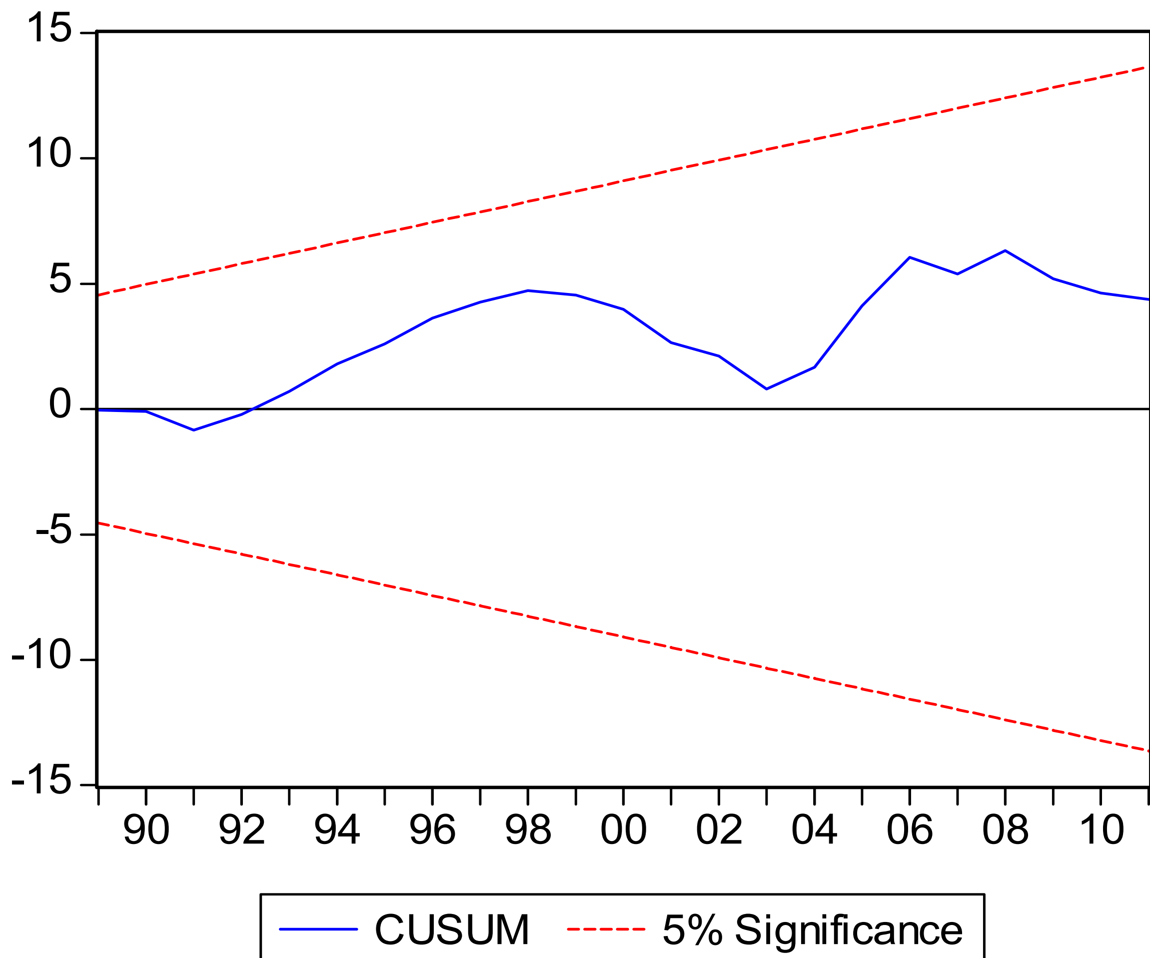
X2 : الأرباح الموزعة.

X3 : حجم التداول.

Y : سعر السهم السوقي.

2 .اختبار كوزوم للاستقرارية (Cusum Stability Test)

أظهر اختبار السكون أن المتغيرات ساكنةٌ عند الفرق الأول، وتجنباً لوجود تغيراتٍ غير متوقعة على سلوك هذه المتغيرات، تم اللجوء لاختبارCusum، ويتضح من خلال الشكل (1) أن معالم النموذج مستقرةٌ ولا تعاني من تغيراتٍ هيكليةٍ تؤدي لحدوث تغيراتٍ أو قفزاتٍ مفاجئةٍ في النموذج القياسي، حيث أن منحنى البواقي يقع ما بين خطي فترات الثقة (خطي الانحراف المعياري) مما يثبت صحة استقراريه البيانات على مستوى معنوية 5%، وبالتالي سيتم إجراء الاختبارات الأخرى على كامل الفترة الزمنية التي تغطيها الدراسة دون الحاجة لتقسيمها لفترات زمنية جزئية.



الشكل رقم (1)

نتائج اختبار استقراريه معالم النموذج

3. اختبار فترات التباطؤ

تُظهر نتائج اختبار عدد فترات التباطؤ كما في الجدول رقم (7)، أن الاختبارات جميعها اشارت إلى أن العدد الأمثل لفتراتِ التباطؤ هي 4 فتراتً، ولأن أربع فتراتِ تباطؤٍ تُعد كبيرةً بالنسبةِ لسلاسلَ زمنيةً سنويةً، لذاك نلجأ لاختبار استثناء فترات التباطؤ لتحديد العدد الأمثل لعدد فترات التباطؤ.

الجدول رقم (7)

نتائج اختبار عدد فترات التباطؤ

Lag	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	NA	4.40e-05	1.321029	1.518507	1.370694
1	104.1443	5.59e-07	-3.073459	-2.086072	-2.825134
2	27.59156	3.63e-07	-3.652980	-1.875685	-3.205996
3	20.68573	2.82e-07	-4.330249	-1.763045	-3.684604
4	27.09322*	3.63e-08*	-7.454482*	-4.097369*	-6.610177*

4. اختبار الاستثناء على فترات التباطؤ

يظهر اختبار استثناء فترات التباطؤ كما في الجدول رقم (8) أنه يمكن قبول استخدام فترة تباطؤٍ زمني واحدة، أو فترتين كما يتضح من خلال قيمة χ^2 كفترات تباطؤ مثلى على مستوى معنويةٍ يقل عن 1%.

الجدول رقم (8)

اختبار استثناء فترات التباطؤ

	Y	X1	X2	X3	χ^2
Lag 1	25.59394	14.35579	49.51871	48.20728	96.82410
	[3.82e-05]	[0.006242]	[4.55e-10]	[8.54e-10]	[1.36e-13]
Lag 2	6.727428	8.079175	6.177585	9.385154	27.14146
	[0.151013]	[0.088721]	[0.186273]	[0.052161]	[0.039937]

5.اختبار التكامل المشترك (Co-integration Test)

يظهر الجدول رقم (9) نتائج اختبار الأثر للتكامل المشترك (Trace Test) واختبار القيمة الكامنة العظمى (Maximal eigenvalue)، أنه عند اختبار النموذج عند r = 0، أي بفرض عدم وجود متجه تكاملي مشترك ما بين متغيرات الدراسة، فإن قيمة اختبار الأثر (Trace Test) قد بلغت 61.3 مقارنةً مع القيمة الحرجة التي بلغت 47.9 عند مستوى معنوية 5%، مما يتطلب عدم قبول الفرضية الصفرية التي تقول بعدم وجود علاقةٍ تكامليةٍ على المدى الطويل بين المتغيرات وقبول الفرضية البديلة التي تقول بوجود علاقةٍ تكامليةٍ وحيدةٍ على المدى الطويل بين المتغيرات عند مستوى معنويةٍ يبلغ 5%.

الأمر ذاته ينطبق على اختبار القيمة الكامنة العظمى (Maximal eigenvalue) إذ إن القيمة الكامنة العظمى عند r=0، أكبر من القيمة الحرجة حيث كانت قيمتها 31.3 مقارنةً مع القيمة الحرجة التي كانت قيمتها 27.6 وبذلك نستطيع القول أنه يوجد علاقةٌ تكامليةٌ توازنيةٌ وحيدةٌ (متجه تكاملي وحيد) على المدى الطويل تجمع بين متغيرات النموذج القياسي المستخدم في النموذج.

الجدول رقم (9)

نتائج اختبار الأثر للتكامل المشترك (Trace Test) **و القيمة الكامنة العظمى**

(Maximal eigenvalue)

اختبار الأثر للتكامل المشترك (Trace Test)				
Null hypo.	Alternative hypo.	Trace Statistic	Critical 050. Value	Prop.
r = 0	r = 1	61.32539	47.85613	0.0017
r ≤ 1	r = 2	29.98327	29.79707	0.0476
r ≤ 2	r = 3	11.94373	15.49471	0.1597
3r ≤	4r =	0.425545	3.841466	0.5142
اختبار القيمة الكامنة العظمى (Maximal eigenvalue)				
Null Hypo.	Alternative hypo.	Statistic Max-Eigen	0.10 Critical Value	Prop.
r = 0	r = 1	31.34213	27.58434	0.0156
r ≤ 1	r = 2	18.03954	21.13162	0.1284
r ≤ 2	r = 3	11.51818	14.26460	0.1301
3r ≤	4r =	0.425545	3.841466	0.5142

5. اختبار السببية

حيث تم تطبيق اختبار السببية من جانبين هما تأثير سعر السهم السوقي (Y) على متغيرات الدراسة عائد السهم (X1) والأرباح الموزعة (X2) وحجم التداول (X3) وتأثير متغيرات الدراسة على سعر السهم السوقي (Y) ، يظهر الجدول رقم (10) العلاقات السببية بين متغيرات النموذج واتجاهاتها سواء أحاديةٍ أو ثنائيةِ الاتجاه، ويظهر اختبار السببية أن العلاقة ما بين متغيري عائد السهم (X1) وسعر السهم السوقي(Y) علاقةٌ سببيةٌ في اتجاهٍ واحد من عائد السهم باتجاه سعر السهم السوقي ويؤثر فيه على مستوى يقل عن 5%، حيث كانت القيمة المحسوبة أكبر من القيمة الجدولية كما أن هناك علاقةٌ سببيةٌ باتجاهٍ واحد أيضاً بين متغيري الارباح الموزعة (X2) وسعر السهم السوقي وتسير من الأرباح الموزعة باتجاه سعر السهم

السوقي، وأيضا أظهر الاختبار وجود علاقةٍ سببيةٍ بين حجم التداول (X3) وسعر السهم السوقي (Y)، من سعر السهم السوقي باتجاه حجم التداول.

الجدول رقم (10)

اختبار السببيّة

Null Hypothesis:	F-Statistic	Probability	Result
X1 does not Granger Cause Y	3.23629	0.04460	Accept causal relationship
Y does not Granger Cause X1	1.83407	0.17841	Do not accept
X2 does not Granger Cause Y	2.60855	0.08087	Accept causal relationship
Y does not Granger Cause X2	0.52593	0.71855	Do not accept
X3 does not Granger Cause Y	0.61158	0.66116	Do not accept
Y does not Granger Cause X3	2.55055	0.08562	Accept causal relationship
X2 does not Granger Cause X1	1.14265	0.37682	Do not accept
X1 does not Granger Cause X2	4.43696	0.01593	Accept causal relationship
X3 does not Granger Cause X1	1.69573	0.20674	Do not accept
X1 does not Granger Cause X3	2.81150	0.06641	Do not accept
X3 does not Granger Cause X2	1.12326	0.38487	Do not accept
X2 does not Granger Cause X3	2.19006	0.12308	Do not accept

6. تحليل مكونات التباين

يستخدم اختبار مكونات التباين من أجل معرفة مقدار التباين في التنبؤ لكل متغير العائد إلى خطأ التنبؤ في المتغير نفسه والمقدار العائد إلى خطأ التنبؤ في المتغيرات الأخرى، قد تم الحصول على نتائج تحليل تباين المتغير سعر السهم السوقي(Y) والمبينة في الجدول رقم(11) حيث تبين النتائج أنه عند تحليل مكونات التباين لسعر السهم السوقي (Y) كانت 100% من الخطأ بالتنبؤ في تباينه خلال الفترة الاولى يعزى إلى المتغير نفسه، في حين كانت 76% من تنبؤ الخطأ في سعر السهم السوقي (Y) يعزى للمتغير نفسه في الفترة الثانية، وكانت التغيرات في عائد السهم (X1) والأرباح الموزعة (X2) وحجم التداول (X3) فسرت حوالي 23.3% من تنبؤ الخطأ في سعر السهم السوقي (Y)، في حين فسرت التغيرات في عائد السهم (X1) حوالي 20% من تنبؤ الخطأ في سعر السهم السوقي(Y) ثم يليها التغيرات في حجم التداول(X3) حيث فسرت حوالي 1.8% من تنبؤ الخطأ في سعر

السهم السوقي(Y)، ثم التغيرات في الارباح الموزعة (X2) حيث فسرت 1.5% فقط من التنبؤ في خطأ سعر السهم السوقي(Y).

ويلاحظ تزايد النسبة التي تُعزى للمتغير(X2) في تفسير التنبؤ في الخطأ(Y) حيث بلغت في الفترة العاشرة حوالي 51%، مما يبين الأهمية النسبية للأرباح الموزعة(X2) في تفسير (Y) في المدى الطويل.

أما في المدى القصير الذي يمتد لفترتين فقد تبين نتائج تحليل مكونات التباين الأهمية النسبية لمتغير عائد السهم (X1) في تفسير (Y) حيث فسرت حوالي 20% من تنبؤ الخطأ في (Y) ثم بعد ذلك استقرت النسبة حوالي 18% حتى الفترة العاشرة.

أما بما يخص المتغير حجم التداول (X3) فقد كان تأثيره في المدتين القصيرة والطويلة محدود.

الجدول رقم (11)

اختبار مكونات التباين للنموذج الأول

		Variance Decomposition of Y :		
Period	Y	X1	X2	X3
1	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000
2	76.52876	20.11332	1.529201	1.828722
3	61.81825	18.98530	11.53242	7.664038
4	53.67037	17.92878	19.14606	9.254793
5	44.83901	18.98043	28.47676	7.703790
6	37.35889	18.51343	37.34619	6.781489
7	32.54709	17.96453	42.97826	6.510112
8	28.98374	18.19361	46.26982	6.552830
9	26.47254	18.46540	48.76409	6.297964
10	24.83558	18.61436	50.65081	5.899245

حيث إن:

X1 : عائد السهم.

X2 : الأرباح الموزعة.

X3 : حجم التداول.

Y : سعر السهم السوقي.

وللتأكد من مصداقية النتائج تم إعادة ترتيب متغيرات النموذج وتم الحصول على النتائج التالية لاختبار مكونات التباين كما في الجدول رقم (12) حيث أظهرت النتائج عدم وجود تغييرات كبيرة في النتائج، فعند تبديل ترتيب المتغيرات اتضح أن متغيرْ الارباح الموزعة (X2) ما زال صاحب القدرة التفسيرية الأكبر لأخطاء التباين في التنبؤ، كما بقي ترتيب القدرة على التنبؤ للمتغيرات على حاله دون تغيير.

الجدول رقم (12)

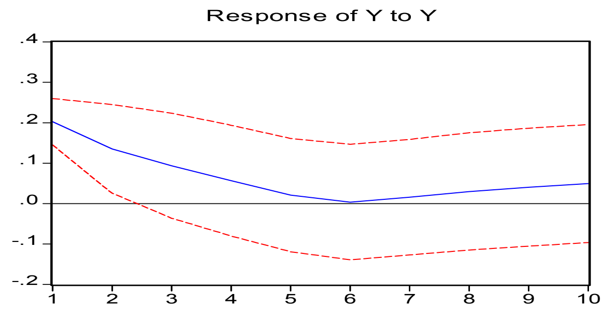
اختبار مكونات التباين بعد إعادة الترتيب للنموذج الأول

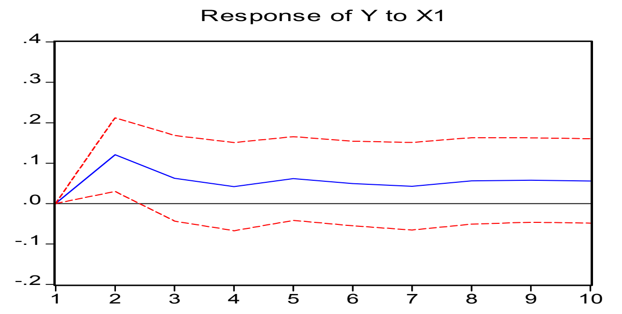
	Variance Decomposition of Y :			
Period	Y	X1	X2	X3
1	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000
2	76.52876	18.89848	3.236775	1.335986
3	61.81825	16.83480	14.41037	6.936577
4	53.67037	15.27559	22.54988	8.504159
5	44.83901	15.06633	32.99303	7.101626
6	37.35889	13.82171	42.48450	6.334899
7	32.54709	12.82700	48.44682	6.179088
8	28.98374	12.53040	52.13903	6.346831
9	26.47254	12.38877	54.96297	6.175720
10	24.83558	12.25661	57.08359	5.824224

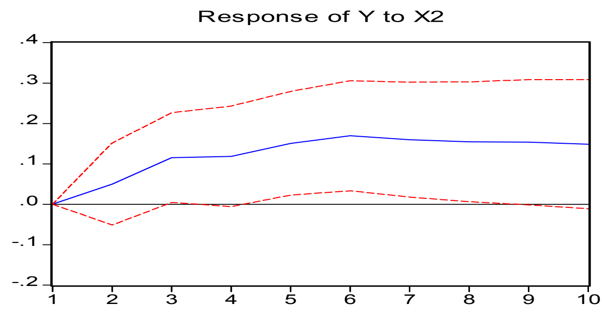
8. دالة الاستجابة لردة الفعل:

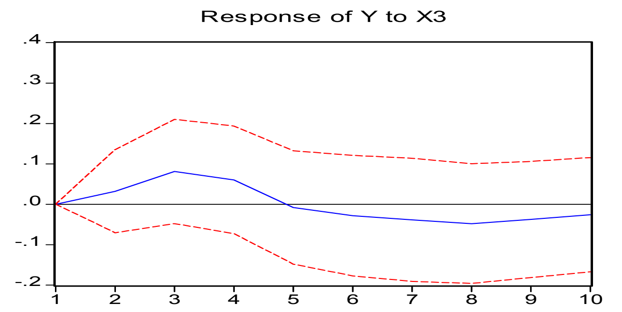
يبين الشكل (2) استجابة ردة الفعل لسعر السهم السوقي (Y) لتغير مفاجئ مقداره انحراف معياري واحد في كل من عائد السهم(X1) والأرباح الموزعة (X2) وحجم التداول (X3) ويتضح من الشكل أن عائد السهم (X1) له تأثير ايجابي على سعر السهم السوقي (Y) ويستمر هذا التأثير الايجابي للفترة العاشرة، أما المتغير الأرباح الموزعة (X2) فان له تأثيره الايجابي على سعر السهم السوقي(Y)، حيث أن أي تغير مفاجئ في الأرباح الموزعة(X2) مقداره انحراف معياري واحد يؤثر ايجابياً في سعر السهم السوقي(Y)، و يتضح هذا الأثر بشكل كبير بعد الفترة الرابعة وسيمتد هذا الأثر لفترة طويلة، أما عن المتغير حجم التداول(X3) فان تأثيره ايجابي على سعر السهم السوقي (Y) للفترة الخامسة ثم بعد ذلك يصبح الأثر سالب.

Response to Cholesky One S.D. Innovations ± 2 S.E.



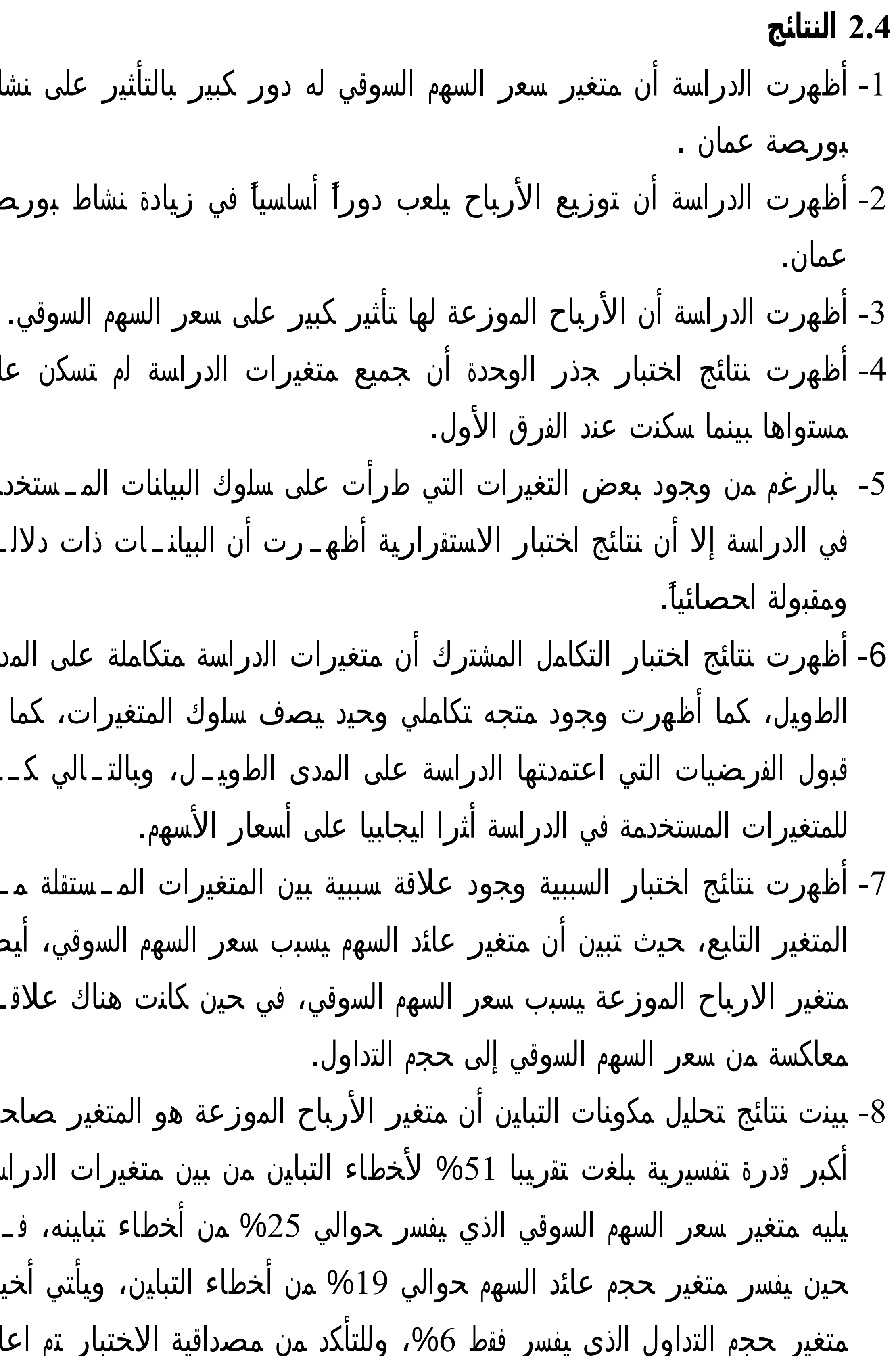






الشكل رقم (2)

دالة الاستجابة لردة الفعل



2.4 النتائج

1- أظهرت الدراسة أن متغير سعر السهم السوقي له دور كبير بالتأثير على نشاط بورصة عمان .

2- أظهرت الدراسة أن توزيع الأرباح يلعب دوراً أساسياً في زيادة نشاط بورصة عمان.

3- أظهرت الدراسة أن الأرباح الموزعة لها تأثير كبير على سعر السهم السوقي.

4- أظهرت نتائج اختبار جذر الوحدة أن جميع متغيرات الدراسة لم تسكن على مستواها بينما سكنت عند الفرق الأول.

5- بالرغم من وجود بعض التغيرات التي طرأت على سلوك البيانات المستخدمة في الدراسة إلا أن نتائج اختبار الاستقرارية أظهرت أن البيانات ذات دلالة ومقبولة احصائياً.

6- أظهرت نتائج اختبار التكامل المشترك أن متغيرات الدراسة متكاملة على المدى الطويل، كما أظهرت وجود متجه تكاملي وحيد يصف سلوك المتغيرات، كما تم قبول الفرضيات التي اعتمدتها الدراسة على المدى الطويل، وبالتالي كان للمتغيرات المستخدمة في الدراسة أثرا ايجابيا على أسعار الأسهم.

7- أظهرت نتائج اختبار السببية وجود علاقة سببية بين المتغيرات المستقلة مع المتغير التابع، حيث تبين أن متغير عائد السهم يسبب سعر السهم السوقي، أيضاً متغير الارباح الموزعة يسبب سعر السهم السوقي، في حين كانت هناك علاقة معاكسة من سعر السهم السوقي إلى حجم التداول.

8- بينت نتائج تحليل مكونات التباين أن متغير الأرباح الموزعة هو المتغير صاحب أكبر قدرة تفسيرية بلغت تقريبا 51% لأخطاء التباين من بين متغيرات الدراسة يليه متغير سعر السهم السوقي الذي يفسر حوالي 25% من أخطاء تباينه، في حين يفسر متغير حجم عائد السهم حوالي 19% من أخطاء التباين، ويأتي أخيرا متغير حجم التداول الذي يفسر فقط 6%، وللتأكد من مصداقية الاختبار تم اعادة ترتيب المتغيرات حيث أظهرت تقارباً كبيراً في النتائج وبالتالي يمكن الاعتماد على نتائج التحليل.

9- أظهرت النتائج أنه في حال حدوث صدمة في متغير عائد السهم فإنه يؤدي لحدوث صدمة في سعر السهم السوقي في الأردن يؤثر بشكل ايجابي، كذلك الأمر عند حدوث صدمة تؤثر على سلوك متغير الارباح الموزعة فإنها سوف تؤثر بشكل ايجابي، في حين المتغير حجم التداول فان تأثيره على سعر السهم السوقي ايجابي للفترة الخامسة ثم بعد ذلك يصبح الأثر سلبي .

يمكن القول ان للمتغيرات الاقتصادية المختارة في هذه الدراسة أثراً إيجابياً على سعر السهم في الأردن وذلك بعد الأخذ بعين الاعتبار أن المتغيرات تعبر عن القطاعات مجتمعة.

3.4 التوصيات

1- على الجهات المختصة بذل المزيد من الجهود البحثية في سبيل معرفة العوامل المؤثر على سعر السهم السوقي خاصة نصيب السهم من الأسهم الموزعة وتلك المحتجزة فبالرغم من التحسن الملحوظ في مستواه فإنه يبقى أقل من الطموح، بهدف الوصول إلى سياسة التوزيع المناسبة.

2- اجراء دراسات على القطاعات المختلفة لبيان أثر توزيعات الأرباح على أسعار كل قطاع على حده.

3- على السلطات المختصة عدم المغالاة في احتجاز الأرباح خاصة إذا لم تتوفر الفرص الاستثمارية المناسبة، بهدف جذب الاستثمارات الكافية وبالتالي رفع القيمة السوقية للشركات.

4- نظرا لانخفاض اثر توزيع الارباح على اسعار الاسهم؛ توصي الدراسة بضرورة قيام الشركة (الشركات) بانتهاج سياسة توزيع أرباح مثلى بما يتلائم وظروفها وتعظيم قيمتها ويتوافق مع طموحات المستثمرين هذا من ناحية، ومن ناحية أخرى لما لهذه السياسات من دور كبير في جذب الجمهور للاكتتاب في أسهم الشركة فضلاً عن كون هذه السياسات تعد مؤشراً لكفاءة الإدارة ونجاح الشركة وبالتالي الحكم على فاعلية أداء الشركة.

المراجع

أ- المراجع العربية

البرواري، شعبان محمد إسلام .(2001)، **بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، دار الفكر المعاصر**، دمشق، سوريا.

التميمي، أرشد، وسلام، أسامة عزمي .(2004)، **الاستثمار بالأوراق المالية**، دار المسيرة للنشر، عمان، الطبعة الأولى.

الجمل، جمال جويدان .(2002)، **دراسات في الأسواق المالية والنقدية**، دار صفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن.

أبو حشيش، خليل.(2003)، دور المعلومات المحاسبية المنشورة في التنبؤ بأسعار الاسهم في بورصة الاوراق المالية الاردنية الهاشمية: دراسة تطبيقية، **مجلة البصائر**، مجلد(7)، العدد(2)، ص149: ص196.

حماد، طارق .(2000)، **دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية**، الدار الجامعية للطباعة والنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر.

الحناوي، محمد صالح، والعبد، جلال إبراهيم .(2002)، **الإدارة المالية**، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر.

حنفي، عبد الغفار .(2001)، **أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية**، الدار الجامعية، الإسكندرية, مصر.

حنفي، عبد الغفار، وقرياقص، رسمية .(2000)، **أسواق المال**، الدار الجامعية، الإسكندرية.

حنفي، عبد الغفار.(2003)، **بورصة الأوراق المالية**، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، مصر.

الدبعي، مأمون، وأبو نصار، محمد .(2001)، هل تسبق أسعار الأسهم الأرباح المحاسبية في عكس المعلومات الملائمة لتحديد قيمة المنشأة، **دراسات العلوم الإدارية**، المجلد (28)، العدد(1)، عمان، ص 410: ص 431.

الذهبي، خالد .(1997)، استراتيجيات التعامل بالأسهم وتطبيقاتها على الأسهم المتداولة في سوق عمان المالي، **مجلة المساهم**، العدد (3)، عمان.

أبو الرب، أنور، والظاهر، مفيد.(2006)، أثر قرار توزيع الأرباح على سعر السهم وحجم التداول للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، **مجلة جامعة القدس المفتوحة للأبحاث والدراسات**، العدد الثامن.

الزبيدي، حمزه (2001)، **الاستثمار في الاوراق المالية**، مؤسسة الوراق للنشر، عمان، الطبعة الاولى.

الزعبي، بشير (2000)، تأثير العوامل الاقتصادية الكلية على مؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق عمان المالي خلال (1978-1998)، **دراسات، العلوم الإدارية**، المجلد (27)، العدد (2)، عمان، ص 321: ص 330.

زعرب، حمدي .(2005)، **اختبار الكفاءة التشغيلية للسوق المالي الفلسطيني،** مؤتمر الاستثمار والتمويل، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين.

الزيدانيين، جميل (1999)، **أساسيات في الجهاز المالي**، دار وائل للنشر، الطبعة الأولى عمان، الأردن.

سوق عمان المالي، نشرات إحصائية، أعداد مختلفة، متوفر عبر www.ase.com

شراطي، نسيمة عمران .(2011) **أثر السياسة النقدية على نشاط سوق عمان الأوراق المالية للفترة 1978-2009 ،** رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة مؤتة، الكرك، الأردن.

الشريف، حماد.(1993)، **سياسات توزيع الأرباح وأثرها على سعر السهم في الشركات الصناعية الأردنية**، رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة الأردنية، عمان.

الشماع، خليل .(1992)، **الإدارة المالية**، جامعة بغداد، العراق.

الظاهر، مفيد .(حزيران، 2011)، تفصيلات المستثمرين في سوق فلسطين للأوراق المالية لسياسات توزيع الأرباح، **مجلة جامعة القدس المفتوحة للأبحاث والدراسات**، العدد الثالث والعشرون (2).

الظاهر، مفيد.(2003) سياسة توزيع الأرباح وأثرها على سعر السهم السوقي (دراسة تطبيقية من البنوك التجارية الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي)، **مجلة جامعة بيت لحم، فلسطين** العدد (22)، ص28: ص61.

عطية، عبدالقادر محمد. (2005)**، الحديث في الاقتصاد القياسي بين النظرية والتطبيق،** الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر.

العمري، حسن.(2008)، الاستثمار الأجنبي وأثره على تقييم الأداء في السوق المالي (دراسة تحليلية لسوق عمان المالي)، **مجلة النهضة**، مجلد (9)،عدد (2)، ص 54.جامعة القاهرة، مصر.

قرياقص، رسمية. (2000)، **أساسيات الإدارة المالية**، دار المعرفة الجامعية، الإسكندرية، مصر.

المجالي، إياد خالد .(2011)، أثر المتغيرات الاقتصادية في حجم الاستثمار الاجنبي في بورصة عمان للأوراق المالية خلال الفترة 1994-2009 (دراسة تحليلية)، **مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية و القانونية**، مجلد (27)، العدد الرابع، ص10. دمشق، سورية.

الميداني، محمد عزت.(1989)، **الإدارة التمويلية في الشركات**، جامعة الملك فهد، الظهران، السعودية.

أبو نصار، محمد .(2004)، دراسة تحليلية للعوامل المؤثرة على سياسات توزيعات الأرباح النقدية**، مجلة أبحاث اليرموك،**"سلسلة العلوم الإنسانية والاجتماعية"، اربد الأردن.

نمر، محسن.(1997)، توزيع الأرباح وسياسة التوزيعات، **مجلة المساهم،** العدد (3)، ص7:ص23. عمان، الأردن.

نور، عبد الناصر، والفضل، مؤيد.(2003)، العلاقة بين توزيعات الأرباح والعوائد السوقية غير العادية للأسهم ومدى تأثرها بربحية الشركة وحجمها ودرجة مخاطرتها اللانظامية (دراسة ميدانية مقارنة بين الشركات المساهمة العامة العراقية والأردنية)، **دراسات العلوم الإدارية**، مجلد(30)، العدد(1)، ص183: ص197. الجامعة الأردنية، الأردن.

هندي، منير.(1997)، **الإدارة المالية،** المكتب العربي الحديث، الإسكندرية.

هندي، منير.(1997)، **الأوراق المالية وأسواق رأس المال**، منشأة المعارف، الإسكندرية.

هندي، منير.(1999)، **إدارة الأسـواق والمنـشآت الماليـة**، منـشأة المعـارف الإسكندرية، مصر.

الهواري، سيد .(1986)، **الاستثمار والتمويل طويل الأجل**، دار المعارف القاهرة، مصر.

أبو الهيجاء، أيمن .(2004)، **سياسات توزيع الأرباح وأثرها على القيمة السوقية للسهم**، دراسة ميدانية في سوق عمان المالي، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة آل البيت، الأردن.

ب- المراجع باللغة الانجليزية:

Arnott, R. Clifford,A.(2003), Surprise! Higher Dividend = Higher Growth. **Financial Analysts Journal** . Vol.59 .No.1. Jan/Feb. pp.70-78

Asprem Mads ,(1989) Stock Prices Asset Portfolios and Macroeconomics Variables in Ten European Countries **.Journal of Banking and Finance**, Vol. 13, No.4, pp. 589-612.

Asquith, P.(1983), The Impact of Initiating Dividend Payments on Shareholders Wealth. **Journal of Business**. V.62.pp. 33-36

Baker.K.Gray, And E.Theodore.(2001), Factors Influencing Dividend policy Decisions of Nasdaq firms**. Financial Review**, August, Vol.36,3. Pp.1-12.

El-Khouri,R. and Almwalla, M. 1997. The Effect of dividend Changes on Security Prices "The Case of Jordanian Companies"**, Abhath Al-Yarmouk**, 13(1/B).

El-Khouri.R .1997**.** Dividends and new Equity issues by Jordanian corporation : an Empirical Investigation, **Abhath Al-yarmouk** , 13(2/A).

Elton , E.J.and Gruber,M,J.1970 . Marginal Stock Holders Tax Effect and The Clientele Effects , **Review of economics and statistic** ,52:68-74.

Gardon, M.J. 1962. The savings,Investment and Valuation of The Corporation ,**Review of economics and statics**:37-51

Glen, J.(1995), Explaning Investors Prefrence for Cash Dividends**. Journal of financial economics**. V.11. pp35-39.

Engle , Robert F. ; Granger , C. W. J. (1987) , Co-Integration and Error Correction: Representation, Estimation, and Testing, **Econometrics**, Vol. 55, No. 2., pp. 251-276.

Greene, William. H (2003)." **Econometric Analysis**" Fifth edition.

Gujarati , D. N., Porter, D. C. (2009), **Basic Econometrics** ,The McGraw-Hill , International Edition , 5th edition .

Healy ,P.and Paleph ,K.1988.Earning Information Conveyed by Dividend Inititaion and Omissions, **Review of economics and statics** :149-175.

Johansen, S. & Juselius , K. (1990), **Maximum likelihood estimation and inference on cointegration with applications to the demand for money**, oxford bulletin of Economics and Statistics, Vol.52,169-210.

Koop ,G. (2005) , **Analysis Of Economic Data** , 2nd edition , John Wiley & Sons , Ltd .

McMenamin,J.1999.Financial Management, an Introduction ,**First Published** .494

Miller ,M.H. and Modigliani F.1961. Dividend Policy, Growth and evaluation of Shares, **Review of Economics and statistics**, Oct.

Ming-Shiun, (2001), **“Aggregate Dividends Behavior and permanent Earnings Hypothesis”** Financial Review, February. Vol.36.P1

Rojer , L.(2003), Why dividends matter**. Smart money**. Vol. 12 No 4. Apr.. PP 64-75.

Shewhart and Samuels Wilks,(2004**) "Applied Econometric Time**. **Series"**. 2ND edition.

Wei, Willian W.S. (1990). **Time Series Analysis: University and Multivariate Methods**. Addison Wesley Publishing, 3rd edition , Inc. New York, USA.